팬오션(028670)

하회 | 부합 | 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

양호한 실적, 아쉬운 BDI

3분기 영업이익은 벌크 부문의 시황개선으로 시장 기대에 부합
단기적으로 시황 불확실성 커져 4분기 성수기 효과 기대하기 어려운 상황
환경규제 영향으로 중장기 벌크선 수급개선 여전히 유효해 '매수' 의견 유지

Facts : 3분기 영업이익은 컨센서스에 부합

매출액은 7,715억원으로 전년동기대비 32% 급증했고 영업이익은 575억원으로 10% 늘었다. 매출액은 컨센서스를 13% 상회했고 영업이익은 시장 기대에 부합했다. 벌크해운 시황이 개선되면서 3분기 평균 BDI(벌크선 운임지수)는 1,607p로 전년동기대비 41% 상승했다. 이에 따라 벌크부문의 매출액과 영업이익은 각각 25%, 21% 증가했다. 다만 비벌크 사업의 수익성은 계속 부진했다. 시황이 좋지 않았던 탱커부문은 10억원 영업적자로 전환했고 컨테이너선 영업이익은 전분기대비 65% 급감했다. 한편 곡물부문은 계절적 성수기를 맞이해 매출액이 전년동기의 두 배로 커졌지만 여전히 적자기조가 이어졌다.

Pros & cons : 중장기 수급개선 기대되나 단기 시황 불확실성 부담

단기적으로 성수기 효과를 기대하기 어려운 상황이다. 기대보다 약했던 수요에 더해 호주 BHP 철도 탈선사고 등 악재가 겹쳤다. BDI는 11월 들어서만 300p 이상 빠져 현재 1,100p대로 내려왔다. 팬오션 역시 4분기에는 보수적으로 선대를 운영할 수밖에 없다. 다만 2019년 시황개선에 대한 기대감은 여전히 유효하다. 선박 인도량은 올해보다 늘어나지만, IMO 환경규제에 대비하는 과정에서 수반되는 노후선박 폐선 확대와 가동일수 감소가 시황에 더 긍정적일 전망이다. 한편 팬오션은 벌크사선 15척에 대해 scrubber 설치계획을 확정했다. 도입 예정인 선박에 대해서도 화주와의 협의 아래 선제적인 대응을 준비하고 있다.

Action : 초점은 BDI에서 장기운송계약 모멘텀으로 이동

단기 BDI 상승 수혜에 대한 눈높이를 낮춰야 하지만, 내년부터 다시 순차적으로 신규 CVC 계약이 추가된다는 점에서 이익 모멘텀이 재개되는 국면이다. 2019년 말까지 사선은 6척 추가돼 86척으로 커질 전망이다. 팬오션에 대해 '매수' 의견과 목표주가 7천원(2019F PBR 1.3배에 해당)을 유지한다. IMO 규제는 일시적으로 불확실성을 키울 수 있지만, 수요에 대한 영향보다는 공급제약으로 이어질 가능성이 크기 때문에 운임 상승에 긍정적일 것이다.

매수(유지)

목표주가: 7,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/13)		2,071
주가(11/13)		4,495
시가총액(십억원)		2,403
발행주식수(백만)		535
52주 최고/최저가(원)		6,130/4,385
일평균거래대금(6개월, 백만원)		8,190
유동주식비율/외국인지분율(%)		45.1/9.7
주요주주(%)	하림지주 외 30 인	54.9
	국민연금	5.8

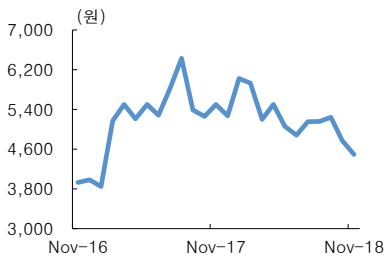
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	19.7	14.5	12.8
PBR(x)	1.2	0.9	0.9
ROE(%)	5.8	6.7	7.1
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	10.5	9.1	8.2
EPS(원)	268	309	350
BPS(원)	4,469	4,778	5,129

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.6)	(18.9)	(7.8)
KOSPI 대비(%p)	(3.4)	(2.5)	10.3

주가추이



자료: FnGuide

최고운
gowoon@truefriend.com

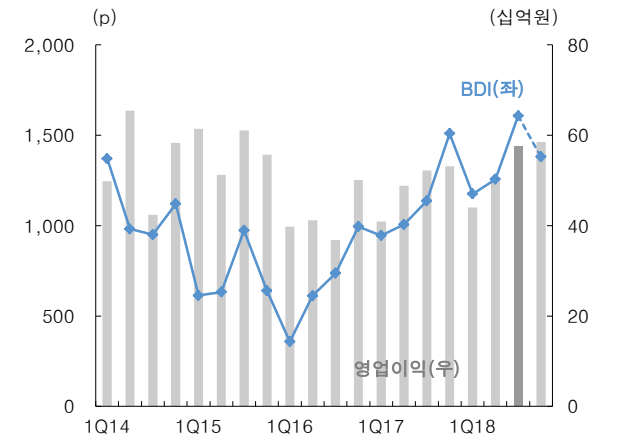
<표 1> 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	583.8	597.0	565.5	678.8	771.5	13.7	32.2	682.5
영업이익	52.2	53.1	44.0	50.1	57.5	14.8	10.2	58.4
영업이익률(%)	8.9	8.9	7.8	7.4	7.5			8.6
세전이익	43.1	45.5	36.8	37.6	43.4	15.4	0.7	47.1
순이익	42.4	48.2	36.4	38.4	43.7	13.8	3.1	46.5

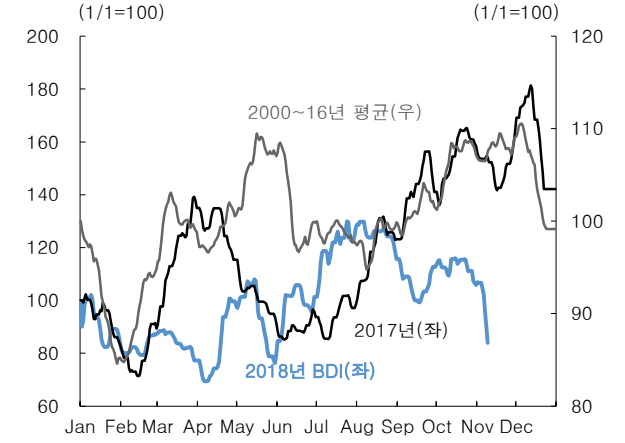
자료: 한국투자증권

[그림 1] 3분기 영업이익은 전년동기대비 10% 증가



자료: 팬오션, Clarksons, 한국투자증권

[그림 2] 문제는 예상과 다르게 부진한 4분기 시황



자료: Clarksons, 한국투자증권

<표 2> 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	**523**	**633**	**584**	**597**	**566**	**679**	**771**	**711**	**1,874**	**2,336**	**2,727**	**2,974**
증가율	*15.6*	*42.8*	*25.3*	*16.5*	*8.1*	*7.3*	*32.1*	*19.1*	*3.0*	*24.7*	*16.7*	*9.1*
벌크	406	439	447	451	435	512	556	542	1,386	1,743	2,046	2,258
기타	117	194	137	146	130	166	215	169	488	594	681	715
영업이익	**41**	**49**	**52**	**53**	**44**	**50**	**58**	**58**	**168**	**195**	**210**	**238**
증가율	*2.8*	*18.6*	*41.8*	*5.9*	*7.6*	*2.5*	*10.2*	*10.1*	*(26.8)*	*16.2*	*7.7*	*13.5*
영업이익률	*7.8*	*7.7*	*8.9*	*8.9*	*7.8*	*7.4*	*7.5*	*8.2*	*9.0*	*8.3*	*7.7*	*8.0*
벌크	34	41	47	59	38	45	57	55	123	182	195	217
기타	7	7.8	5.0	(6.3)	6	5	1	3	45	13	15	21
세전이익	33	21	43	45	37	38	43	47	99	143	164	188
증가율	*(55.8)*	*(15.8)*	*56.9*	*NM*	*10.1*	*77.5*	*0.6*	*2.6*	*107.4*	*44.4*	*14.8*	*14.6*
지배주주순이익	**32**	**20**	**42**	**48**	**36**	**38**	**44**	**47**	**98**	**143**	**165**	**187**
증가율	*(57.3)*	*(15.3)*	*54.8*	*NM*	*12.9*	*90.6*	*2.9*	*(2.9)*	*114.9*	*46.2*	*15.6*	*13.3*

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	716	781	851
현금성자산	245	208	242	264	288
매출채권및기타채권	169	201	234	256	279
재고자산	48	50	59	64	70
비유동자산	3,757	3,281	3,436	3,565	3,677
투자자산	40	21	25	27	29
유형자산	3,678	3,224	3,369	3,492	3,598
무형자산	10	10	11	12	13
자산총계	4,331	3,894	4,152	4,345	4,529
유동부채	524	545	638	678	705
매입채무및기타채무	163	199	232	253	276
단기차입금및단기사채	2	47	58	58	58
유동성장기부채	323	272	283	295	284
비유동부채	1,241	939	941	909	896
사채	45	28	30	31	31
장기차입금및금융부채	1,149	874	868	831	814
부채총계	1,765	1,485	1,579	1,587	1,602
지배주주지분	2,541	2,389	2,554	2,742	2,912
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)	99	287	457
비지배주주지분	25	21	18	16	15
자본총계	2,566	2,410	2,573	2,758	2,927

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,874	2,336	2,727	2,974	3,243
매출원가	1,650	2,072	2,405	2,623	2,860
매출총이익	224	264	322	351	383
판매관리비	56	69	112	113	123
영업이익	168	195	210	238	260
금융수익	16	14	12	15	15
이자수익	3	3	3	3	3
금융비용	60	59	60	65	64
이자비용	44	52	47	47	46
기타영업외손익	(24)	(7)	2	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	99	143	164	188	211
법인세비용	2	2	2	3	42
연결당기순이익	97	141	163	185	169
지배주주지분순이익	98	143	165	187	171
기타포괄이익	79	(296)	0	0	0
총포괄이익	176	(155)	163	185	169
지배주주지분포괄이익	176	(151)	165	187	171
EBITDA	337	363	370	403	428

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	251	262	334	341	335
당기순이익	97	141	163	185	169
유형자산감가상각비	168	167	159	164	167
무형자산상각비	1	1	1	2	2
자산부채변동	(31)	(46)	7	(11)	(5)
기타	16	(1)	4	1	2
투자활동현금흐름	(92)	(117)	(320)	(297)	(284)
유형자산투자	(99)	(106)	(304)	(287)	(273)
유형자산매각	24	0	0	0	0
투자자산순증	(24)	(14)	(4)	(2)	(2)
무형자산순증	(2)	(1)	(3)	(3)	(3)
기타	9	4	(9)	(5)	(6)
재무활동현금흐름	(198)	(155)	20	(22)	(26)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(198)	(155)	18	(24)	(28)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	2	2	2
기타현금흐름	6	(27)	0	0	0
현금의증가	(33)	(37)	35	22	24

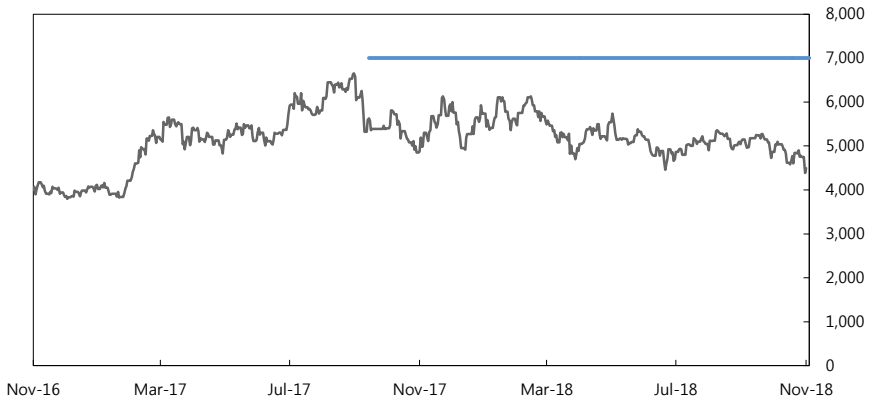
주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	184	268	309	350	319
BPS	4,754	4,469	4,778	5,129	5,448
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	3.0	24.7	16.7	9.1	9.1
영업이익증가율	(26.8)	16.2	7.7	13.5	9.1
순이익증가율	114.9	46.2	15.6	13.3	(8.9)
EPS증가율	55.9	45.7	15.4	13.3	(8.9)
EBITDA증가율	(14.1)	7.7	2.1	8.9	6.1
수익성(%)					
영업이익률	9.0	8.3	7.7	8.0	8.0
순이익률	5.2	6.1	6.1	6.3	5.3
EBITDA Margin	18.0	15.5	13.6	13.6	13.2
ROA	2.2	3.4	4.0	4.4	3.8
ROE	4.0	5.8	6.7	7.1	6.0
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)	1,256	965	940	889	831
차입금/자본총계비율(%)	59.3	50.7	48.2	44.1	40.6
Valuation(X)					
PER	21.7	19.7	14.5	12.8	14.1
PBR	0.8	1.2	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.1	10.5	9.1	8.2	7.6

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 2018년 11월 14일 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 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	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.