

# 팬오션 (028670)

## 4분기 무난한 실적, but 최근 BDI 급락은 우려!

### 4분기 영업실적, 시장컨센서스는 부합

2018년 4분기 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 6,526억원 (YoY +9.3%, QoQ -15.4%)과 524억원(YoY -1.3%, QoQ -8.9%)을 기록했다.

1) 11월초부터 Cape급 대형선 중심의 건화물선 운임 하락으로 BDI가 전분기대비 15.0% 하락한 1,365포인트를 기록했음에도 불구하고, 2) 벙커C유가격 하락(QoQ -1.3%)과 3) 운임하락에 따른 용선선대 규모 축소로 영업이익이 시장컨센서스인 519억원에는 부합한 판단된다.

### 연초부터 BDI 급락, 1분기 영업실적 둔화 예상

지난 연말 1,271포인트로 마감했던 BDI가 1월 약세를 지속했고 1월말부터 급락하며 2월 중순에는 600포인트 아래로 하락한 이후 2월말 현재 637포인트를 기록 중이다. 특히 대형선 운임 급락이 두드러졌는데 연말 14,797불/톤을 기록했던 5개 주요 항로의 CAPE사이즈급 일일 운임이 최근 5,000불/톤 중반을 기록 중으로 중소형선인 SMX사이즈급보다 낮은 수준의 운임이 형성되고 있는 특이한 상황이 발생했다. 중국의 동절기 철강 감소와 곡물 출하 마무리의 계절성 효과로 1분기 운임 하락이 예상되었지만 브라질 및 호주의 각종 사고로 철광석 수출 차질이 발생하면서 예상했던 것보다 훨씬 큰 폭으로 운임이 하락했다. 다만 이러한 악재들이 현재 운임 수준에 대부분 반영되었다고 판단되기 때문에 추가 운임 급락 가능성은 제한적이고 1분기 BDI 평균은 819포인트(YoY -30.3%, QoQ -45.0%)가 전망된다. 운임 하락을 가정한 팬오션의 보수적인 용선영업 전망을 감안하면 1분기 영업이익은 430억원(YoY -2.2%, QoQ -17.9%)를 기록할 것으로 예상된다.

### 투자이견 'BUY' 유지, 목표주가는 5,800원으로 하향

팬오션에 대해 투자이견 BUY를 유지하나 목표주가는 2019년 실적추정치 하향을 반영하여 기존 6,200원에서 5,800원으로 하향한다. 연초 BDI 급락으로 1분기 영업실적 둔화는 우려되지만 2분기부터는 중국 동절기 철강 감소 및 비수기 완료, 하반기는 호주 철광석 확대 및 황산화물 규제에 따른 노후 건화물선 퇴출 확대에 따른 운임상승 수혜가 여전히 기대된다.

### Earning Review

**BUY**

| TP(12M): 5,800원(하향) | CP(2월 26일): 4,365원

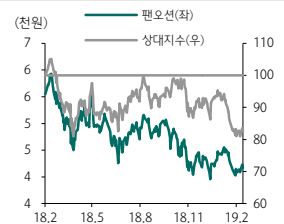
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,226.60
52주 최고/최저(원)	6,130/4,155
시가총액(십억원)	2,333.4
시가총액비중(%)	0.19
발행주식수(천주)	534,569.2
60일 평균 거래량(천주)	1,213.2
60일 평균 거래대금(십억원)	5.4
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	9.46
주요주주 지분율(%)	
하림지주 외 29인	54.91
국민연금	5.81
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.3) (17.3) (28.8)
상대	(9.4) (14.9) (21.4)

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,692.2	2,870.2
영업이익(십억원)	203.1	230.3
순이익(십억원)	154.5	176.5
EPS(원)	292	334
BPS(원)	4,852	5,164

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,874.0	2,336.2	2,668.4	2,794.7	3,113.5
영업이익	십억원	167.9	195.0	204.0	226.4	261.8
세전이익	십억원	99.1	143.2	149.0	165.1	193.4
순이익	십억원	97.9	143.1	152.4	173.6	203.4
EPS	원	184	268	285	325	381
증감률	%	47.2	45.7	6.3	14.0	17.2
PER	배	21.66	19.69	15.59	13.44	11.47
PBR	배	0.84	1.18	0.90	0.83	0.78
EV/EBITDA	배	10.12	10.48	9.05	8.05	7.31
ROE	%	3.96	5.80	6.08	6.40	7.01
BPS	원	4,754	4,469	4,916	5,241	5,622
DPS	원	0	0	0	0	0



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

RA 김도현  
02-3771-3674

**4분기 영업실적, 시장컨센서스는 부합**

4Q18 영업이익 524억원  
(YoY -1.3%, QoQ -8.9%)으로  
컨센서스 부합

2018년 4분기 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 6,526억원(YoY +9.3%, QoQ -15.4%)과 524억원(YoY -1.3%, QoQ -8.9%)을 기록했다.

1) 11월초부터 Cape급 대형선 중심의 건화물선 운임 하락으로 BDI가 전분기대비 15.0% 하락한 1,365포인트를 기록했음에도 불구하고, 2) 벙커C유가격 하락(QoQ -1.3%)과 3) 운임하락에 따른 용선선대 규모 축소로 영업이익이 시장컨센서스인 519억원에는 부합한 판단된다.

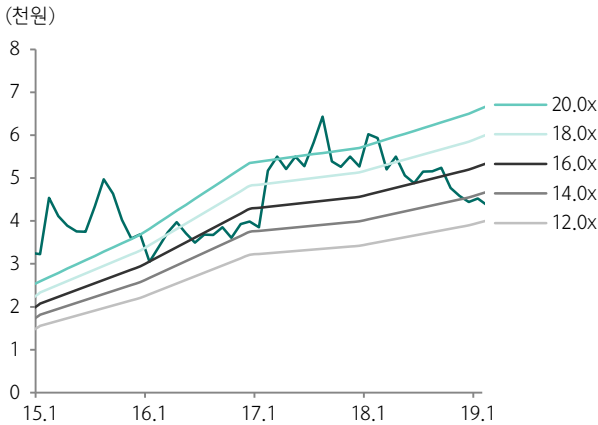
표 1. 팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
BDI(pt)	1,176	1,260	1,607	1,366	819	1,188	1,545	1,776	1,149	1,352	1,332
매출	565.5	678.8	771.5	652.6	573.6	640.9	797.5	782.7	2,336.2	2,668.4	2,794.7
영업이익	44.0	50.1	57.5	52.4	43.0	51.5	65.7	66.1	195.0	204.0	226.4
세전이익	36.8	37.6	43.4	31.3	34.4	37.5	50.0	43.1	143.2	149.0	165.1
순이익	36.4	37.3	42.9	32.0	34.2	37.3	49.7	42.8	141.3	148.7	164.0
영업이익률(%)	7.8	7.4	7.5	8.0	7.5	8.0	8.2	8.4	8.3	7.6	8.1
세전이익률(%)	6.5	5.5	5.6	4.8	6.0	5.9	6.3	5.5	6.1	5.6	5.9
순이익률(%)	6.4	5.5	5.6	4.9	6.0	5.8	6.2	5.5	6.0	5.6	5.9

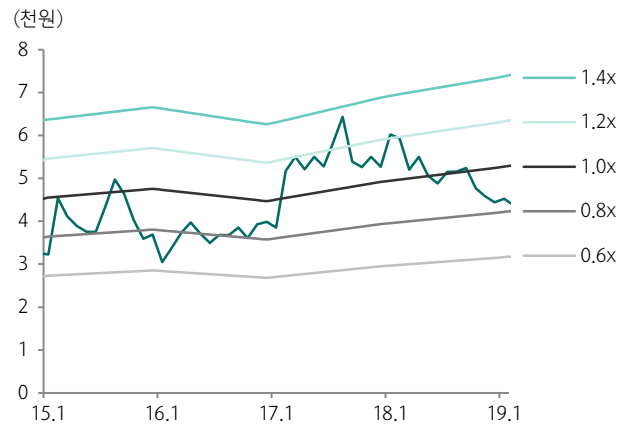
자료: 하나금융투자

그림 1. 팬오션 PER밴드



주: IFRS 연결 기준  
자료: 하나금융투자

그림 2. 팬오션 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준  
자료: 하나금융투자

추정 재무제표

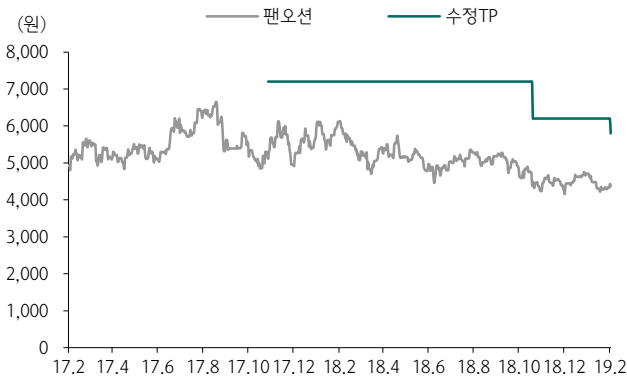
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>1,874.0</b>	<b>2,336.2</b>	<b>2,668.4</b>	<b>2,794.7</b>	<b>3,113.5</b>
매출원가	1,650.4	2,072.1	2,390.3	2,489.9	2,743.9
매출총이익	223.6	264.1	278.1	304.8	369.6
판매비	55.7	69.1	74.1	78.4	107.8
<b>영업이익</b>	<b>167.9</b>	<b>195.0</b>	<b>204.0</b>	<b>226.4</b>	<b>261.8</b>
금융손익	(44.7)	(45.2)	(51.5)	(57.9)	(65.0)
종속/관계기업손익	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	(24.4)	(6.9)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
<b>세전이익</b>	<b>99.1</b>	<b>143.2</b>	<b>149.0</b>	<b>165.1</b>	<b>193.4</b>
법인세	2.0	1.9	0.3	1.1	1.3
계속사업이익	97.1	141.3	148.7	164.0	192.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>97.1</b>	<b>141.3</b>	<b>148.7</b>	<b>164.0</b>	<b>192.1</b>
비지배주주지분 손이익	(0.8)	(1.8)	(3.7)	(9.7)	(11.3)
<b>지배주주순이익</b>	<b>97.9</b>	<b>143.1</b>	<b>152.4</b>	<b>173.6</b>	<b>203.4</b>
지배주주지분포괄이익	175.9	(150.6)	240.7	172.4	202.0
NOPAT	164.4	192.4	203.5	224.9	260.0
EBITDA	336.9	363.0	371.0	400.1	438.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	3.0	24.7	14.2	4.7	11.4
NOPAT증가율	(27.1)	17.0	5.8	10.5	15.6
EBITDA증가율	(14.1)	7.7	2.2	7.8	9.6
영업이익증가율	(26.8)	16.1	4.6	11.0	15.6
(지배주주)순이익증가율	115.2	46.2	6.5	13.9	17.2
EPS증가율	47.2	45.7	6.3	14.0	17.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	11.9	11.3	10.4	10.9	11.9
EBITDA이익률	18.0	15.5	13.9	14.3	14.1
영업이익률	9.0	8.3	7.6	8.1	8.4
계속사업이익률	5.2	6.0	5.6	5.9	6.2
<b>투자지표</b>					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	184	268	285	325	381
BPS	4,754	4,469	4,916	5,241	5,622
CFPS	623	673	669	634	693
EBITDAPS	633	679	694	748	821
SPS	3,522	4,371	4,992	5,228	5,824
DPS	0	0	0	0	0
<b>주기지표(배)</b>					
PER	21.7	19.7	15.6	13.4	11.5
PBR	0.8	1.2	0.9	0.8	0.8
PCFR	6.4	7.8	6.6	6.9	6.3
EV/EBITDA	10.1	10.5	9.0	8.0	7.3
PSR	1.1	1.2	0.9	0.8	0.7
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	4.0	5.8	6.1	6.4	7.0
ROA	2.3	3.5	3.8	4.1	4.6
ROIC	4.3	5.3	5.8	6.1	6.8
부채비율	68.8	61.6	55.5	55.1	52.5
순부채비율	48.9	40.1	36.4	31.2	29.2
이자보상배율(배)	3.8	3.7	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>573.3</b>	<b>613.2</b>	<b>747.9</b>	<b>960.4</b>	<b>1,005.4</b>
금융자산	265.3	257.3	358.8	493.8	511.8
현금성자산	245.1	207.6	304.6	428.7	443.0
매출채권 등	169.0	200.9	219.6	263.4	278.5
재고자산	47.8	50.3	54.9	65.9	69.7
기타유동자산	91.2	104.7	114.6	137.3	145.4
<b>비유동자산</b>	<b>3,757.3</b>	<b>3,281.2</b>	<b>3,366.5</b>	<b>3,397.5</b>	<b>3,572.2</b>
투자자산	39.9	21.1	23.1	27.7	29.3
금융자산	37.9	19.0	20.8	24.9	26.3
유형자산	3,678.0	3,223.6	3,308.0	3,335.6	3,509.7
무형자산	10.3	9.6	8.4	7.2	6.2
기타비유동자산	29.1	26.9	27.0	27.0	27.0
<b>자산총계</b>	<b>4,330.6</b>	<b>3,894.4</b>	<b>4,114.4</b>	<b>4,357.9</b>	<b>4,577.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>523.9</b>	<b>545.5</b>	<b>687.3</b>	<b>758.8</b>	<b>783.6</b>
금융부채	326.1	320.2	580.0	630.1	647.4
매입채무 등	162.7	198.5	78.0	93.6	99.0
기타유동부채	35.1	26.8	29.3	35.1	37.2
<b>비유동부채</b>	<b>1,240.9</b>	<b>939.2</b>	<b>781.2</b>	<b>789.2</b>	<b>792.0</b>
금융부채	1,195.0	902.5	741.1	741.1	741.1
기타비유동부채	45.9	36.7	40.1	48.1	50.9
<b>부채총계</b>	<b>1,764.8</b>	<b>1,484.6</b>	<b>1,468.6</b>	<b>1,548.0</b>	<b>1,575.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>2,540.7</b>	<b>2,389.1</b>	<b>2,628.2</b>	<b>2,801.9</b>	<b>3,005.3</b>
자본금	534.4	534.5	534.5	534.5	534.5
자본잉여금	1,940.5	1,941.1	1,941.2	1,941.2	1,941.2
자본조정	6.8	5.0	4.7	4.7	4.7
기타포괄이익누계액	268.8	(25.6)	63.7	63.7	63.7
이익잉여금	(209.8)	(66.1)	84.0	257.7	461.1
<b>비지배주주지분</b>	<b>25.2</b>	<b>20.7</b>	<b>17.7</b>	<b>8.0</b>	<b>(3.3)</b>
<b>자본총계</b>	<b>2,565.9</b>	<b>2,409.8</b>	<b>2,645.9</b>	<b>2,809.9</b>	<b>3,002.0</b>
순금융부채	1,255.7	965.4	962.3	877.5	876.8
<b>현금흐름표</b>					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>251.0</b>	<b>261.6</b>	<b>171.6</b>	<b>289.5</b>	<b>352.3</b>
당기순이익	97.1	141.3	148.7	164.0	192.1
조정	185.0	166.1	168.3	173.7	176.9
감가상각비	169.0	168.0	167.0	173.7	176.9
외환거래손익	1.8	(0.9)	0.6	0.0	0.0
지분법손익	(0.2)	(0.3)	(0.0)	0.0	0.0
기타	14.4	(0.7)	0.7	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(31.1)	(45.8)	(145.4)	(48.2)	(16.7)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(92.4)</b>	<b>(117.2)</b>	<b>(129.4)</b>	<b>(215.4)</b>	<b>(355.3)</b>
투자자산감소(증가)	(18.8)	19.1	(2.0)	(4.6)	(1.6)
유형자산감소(증가)	(75.5)	(106.5)	(119.5)	(200.0)	(350.0)
기타	1.9	(29.8)	(7.9)	(10.8)	(3.7)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(197.9)</b>	<b>(155.0)</b>	<b>47.7</b>	<b>50.1</b>	<b>17.4</b>
금융부채증가(감소)	(1.2)	(298.4)	98.5	50.1	17.4
자본증가(감소)	37.1	0.8	0.1	0.0	0.0
기타재무활동	(233.8)	142.6	(50.9)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>(33.1)</b>	<b>(37.4)</b>	<b>96.9</b>	<b>124.1</b>	<b>14.3</b>
Unlevered CFO	331.2	359.6	357.5	338.8	370.3
Free Cash Flow	151.6	155.1	44.3	89.5	2.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

팬오션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.2.27	BUY	5,800		
18.11.14	BUY	6,200	-27.79%	-23.31%
17.11.22	BUY	7,200	-26.97%	-14.86%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 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	93.4%	5.7%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2019년 2월 26일

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 2019년 2월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2019년 2월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 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.