2019년 4월 12일 I Equity Research

# 팬오션 (028670)

## 1분기 BDI 급락했지만, 하반기 본격 상승 기대

### 건화물선 운임 하락에 따른 부진한 1분기 영업실적 예상

2019년 1분기 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 5,903억원(YoY +4.4%, QoQ -9.5%)과 427억원(YoY -3.1%, QoQ -18.6%)을 기록할 전망이다.

건화물선 운임 급락으로 수익성 하락이 예상되지만 용대선 규모 축소, 벙커C유가격 하락(QoQ -9.4%)및 탱커 운임 상승으로 영업이익은 시장컨센서스인 419억원에 부합할 전망이다. 1분기 평균 건화물선운임지수(BDI)는 전분기대비 41.4% 급락한 797포인트를 기록했다. 1) 중국의 동절기 철강 감산에 따른 철광석 수입 둔화와 2) 브라질 Vale사의 철광석 광미댐 붕괴사고에 의한 수출 차질 및 3) 호주의 싸이클론(베로니카)로 인한 일부 항구에서의 철광석 공급 불가항력 선언 등이 복합적으로 작용하면서 건화물 해상물동량이 급격하게 감소하면서 운임이 급락한 것으로 판단된다.

### BDI 급락이 하반기와 2020년 운임 상승의 기폭제 될 것

지난 연말 1,271포인트로 마감했던 BDI가 2월 중순에는 600포인트를 하회한 이후 4월초 현재 725포인트를 기록 중이다. 브라질 댐사고와 호주 날씨 이슈로 대형선박인 Cape급 선박이 직격탄을 맞았는데 연말 15,000불 수준이었던 Cape사이즈급의 운임(5개 주요 항로 평균운임 기준)이 4월초 현재 운항비를 하회하는 수준인 5,000불까지 하락했다. 하지만 1) 2분기부터 중국의 당산, 한단과 같은 일부 도시들을 제외하면 동절기 철강 감산이 완료되고 3분기에는 이들 도시들 또한 감산 규제가 해소되어 중국의 철광석 수입이 회복될 전망이다. 또한 2) 하반기로 갈수록 브라질을 이외 지역들의 철광석 증산이 기대되며, 무엇보다도 3) 2020년 IMO의 황산화물 규제와 맞물려 최근 운임 급락의 영향으로 지난해 급격히 감소했던 노후선박들의 해체가 가속화되며 하반기 BDI 상승의 기폭제가 될 것으로 예상된다.

### 투자의견 'BUY'와 목표주가 5,800원 유지

팬오션에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 7,200원을 유지한다. 상반기 건화물선 운임 급락으로 부진한 실적이 예상되지만 하반기에는 운임 상승에 따른 실적개선이 기대된다.

**Earnings Preview**

**BUY**

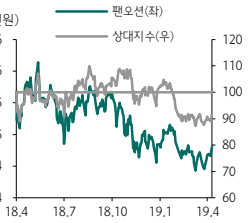
I TP(12M): 5,800원 I CP(4월 11일): 4,405원

| Key Data | |
|---|---|
| KOSPI 지수 (pt) | 2,224.44 |
| 52주 최고/최저(원) | 5,740/4,030 |
| 시가총액(십억원) | 2,354.8 |
| 시가총액비중(%) | 0.20 |
| 발행주식수(천주) | 534,569.2 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 1,226.4 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 5.3 |
| 19년 배당금(예상,원) | 0 |
| 19년 배당수익률(예상,%) | 0.0 |
| | 0 |
| 외국인지분율(%) | 9.76 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 하림지주 외 30 인 | 54.90 |
| 국민연금 | 5.81 |

| 주가상승률 | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대 | 9.3 | (6.8) | (11.0) |
| 상대 | 5.1 | (10.7) | (2.2) |

| Consensus Data | 2018 | 2019 |
|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 2,655.3 | 2,957.5 |
| 영업이익(십억원) | 206.5 | 250.6 |
| 순이익(십억원) | 151.8 | 192.3 |
| EPS(원) | 286 | 363 |
| BPS(원) | 5,196 | 5,593 |

Stock Price




Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 2,336.2 | 2,668.4 | 2,774.7 | 3,043.8 | 3,295.9 |
| 영업이익 | 십억원 | 195.0 | 203.9 | 201.5 | 244.7 | 280.1 |
| 세전이익 | 십억원 | 143.2 | 149.0 | 140.1 | 176.4 | 204.0 |
| 순이익 | 십억원 | 143.1 | 152.4 | 147.6 | 185.8 | 214.9 |
| EPS | 원 | 268 | 285 | 276 | 348 | 402 |
| 증감률 | % | 45.7 | 6.3 | (3.2) | 26.1 | 15.5 |
| PER | 배 | 19.69 | 15.59 | 15.95 | 12.67 | 10.96 |
| PBR | 배 | 1.18 | 0.90 | 0.84 | 0.79 | 0.74 |
| EV/EBITDA | 배 | 10.48 | 8.83 | 8.28 | 7.35 | 6.57 |
| ROE | % | 5.80 | 6.06 | 5.43 | 6.44 | 6.97 |
| BPS | 원 | 4,469 | 4,946 | 5,222 | 5,569 | 5,971 |
| DPS | 원 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

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

RA 김도현
02-3771-3674
dohkim@hanafn.com


하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

1Q19 영업이익 427억원 (YoY -3.1%, QoQ -18.6%)으로 컨센서스 부합 예상

## 건화물선 운임 하락에 따른 부진한 1분기 영업실적 예상

2019년 1분기 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 5,903원(YoY +4.4%, QoQ -9.5%)과 427억원(YoY -3.1%, QoQ -18.6%)을 기록할 전망이다.

건화물선 운임 급락으로 수익성 하락이 예상되지만 용대선 규모 축소, 벙커C유가격 하락(QoQ -9.4%)및 탱커 운임 상승으로 영업이익은 시장컨센서스인 419억원에 부합할 전망이다. 1분기 평균 건화물선운임지수(BDI)는 전분기대비 41.4% 급락한 797포인트를 기록했다. 1) 중국의 동절기 철강 감산에 따른 철광석 수입 둔화와 2) 브라질 Vale사의 철광석 광미댐 붕괴사고에 의한 수출 차질 및 3) 호주의 싸이클론(베로니카)로 인한 일부 항구에서의 철광석 공급 불가항력 선언 등이 복합적으로 작용하면서 건화물 해상물동량이 급격하게 감소하면서 운임이 급락한 것으로 판단된다.

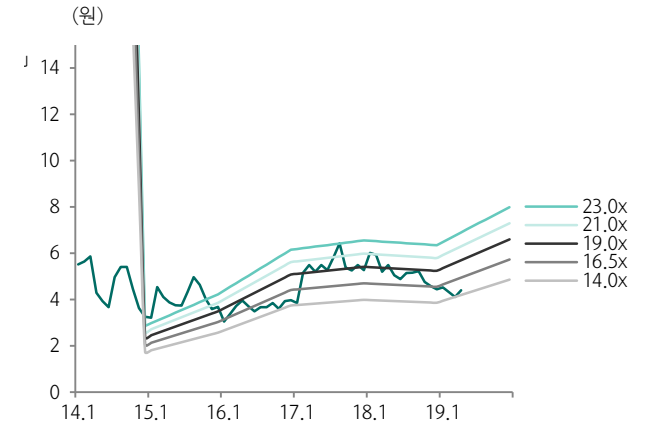
**표 1. 팬오션 실적 추이 및 전망**

(단위: 십억원, %)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2018 | 2019F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| BDI(pt) | 1,176 | 1,260 | 1,607 | 1,363 | 798 | 781 | 1,201 | 1,562 | 1,351 | 1,078 |
| **매출** | **565.5** | **678.8** | **771.5** | **652.5** | **590.3** | **637.8** | **785.5** | **761.2** | **2,668.4** | **2,774.7** |
| **영업이익** | **44.0** | **50.1** | **57.5** | **52.4** | **42.7** | **42.8** | **56.6** | **59.4** | **203.9** | **201.5** |
| 세전이익 | 36.8 | 37.6 | 43.4 | 31.3 | 34.1 | 28.7 | 41.0 | 36.4 | 149.0 | 140.1 |
| **순이익** | **36.4** | **37.3** | **42.9** | **32.0** | **33.8** | **28.6** | **40.7** | **36.1** | **148.6** | **139.2** |
| 영업이익률(%) | 7.8 | 7.4 | 7.5 | 8.0 | 7.2 | 6.7 | 7.2 | 7.8 | 7.6 | 7.3 |
| 세전이익률(%) | 6.5 | 5.5 | 5.6 | 4.8 | 5.8 | 4.5 | 5.2 | 4.8 | 5.6 | 5.1 |
| 순이익률(%) | 6.4 | 5.5 | 5.6 | 4.9 | 5.7 | 4.5 | 5.2 | 4.7 | 5.6 | 5.0 |

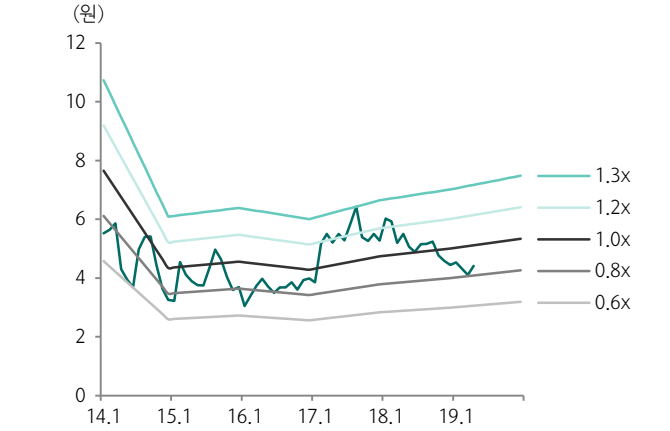
자료: 하나금융투자

**그림 1. 팬오션 PER밴드**




주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

**그림 2. 팬오션 PBR밴드**




주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

## 추정 재무제표

### 손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **2,336.2** | **2,668.4** | **2,774.7** | **3,043.8** | **3,295.9** |
| 매출원가 | 2,072.1 | 2,390.3 | 2,495.5 | 2,693.7 | 2,901.6 |
| 매출총이익 | 264.1 | 278.1 | 279.2 | 350.1 | 394.3 |
| 판관비 | 69.1 | 74.1 | 77.8 | 105.4 | 114.1 |
| **영업이익** | **195.0** | **203.9** | **201.5** | **244.7** | **280.1** |
| 금융손익 | (45.2) | (51.5) | (57.9) | (65.0) | (72.7) |
| 종속/관계기업손익 | 0.3 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 기타영업외손익 | (6.9) | (3.5) | (3.5) | (3.5) | (3.5) |
| **세전이익** | **143.2** | **149.0** | **140.1** | **176.4** | **204.0** |
| 법인세 | 1.9 | 0.3 | 0.9 | 1.2 | 1.4 |
| 계속사업이익 | 141.3 | 148.6 | 139.2 | 175.2 | 202.7 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **당기순이익** | **141.3** | **148.6** | **139.2** | **175.2** | **202.7** |
| 비지배주주지분 순이익 | (1.8) | (3.8) | (8.4) | (10.6) | (12.3) |
| **지배주주순이익** | **143.1** | **152.4** | **147.6** | **185.8** | **214.9** |
| 지배주주지분포괄이익 | (150.6) | 254.5 | 148.4 | 186.7 | 216.0 |
| NOPAT | 192.4 | 203.5 | 200.1 | 243.1 | 278.3 |
| EBITDA | 363.0 | 372.3 | 380.5 | 426.8 | 470.9 |
| **성장성(%)** | | | | | |
| 매출액증가율 | 24.7 | 14.2 | 4.0 | 9.7 | 8.3 |
| NOPAT증가율 | 17.0 | 5.8 | (1.7) | 21.5 | 14.5 |
| EBITDA증가율 | 7.7 | 2.6 | 2.2 | 12.2 | 10.3 |
| 영업이익증가율 | 16.1 | 4.6 | (1.2) | 21.4 | 14.5 |
| (지배주주)순익증가율 | 46.2 | 6.5 | (3.1) | 25.9 | 15.7 |
| EPS증가율 | 45.7 | 6.3 | (3.2) | 26.1 | 15.5 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 매출총이익률 | 11.3 | 10.4 | 10.1 | 11.5 | 12.0 |
| EBITDA이익률 | 15.5 | 14.0 | 13.7 | 14.0 | 14.3 |
| 영업이익률 | 8.3 | 7.6 | 7.3 | 8.0 | 8.5 |
| 계속사업이익률 | 6.0 | 5.6 | 5.0 | 5.8 | 6.2 |

### 투자지표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 268 | 285 | 276 | 348 | 402 |
| BPS | 4,469 | 4,946 | 5,222 | 5,569 | 5,971 |
| CFPS | 673 | 713 | 992 | 1,058 | 1,126 |
| EBITDAPS | 679 | 696 | 712 | 798 | 881 |
| SPS | 4,371 | 4,992 | 5,191 | 5,694 | 6,165 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **주가지표(배)** | | | | | |
| PER | 19.7 | 15.6 | 16.0 | 12.7 | 11.0 |
| PBR | 1.2 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| PCFR | 7.8 | 6.2 | 4.4 | 4.2 | 3.9 |
| EV/EBITDA | 10.5 | 8.8 | 8.3 | 7.3 | 6.6 |
| PSR | 1.2 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| **재무비율(%)** | | | | | |
| ROE | 5.8 | 6.1 | 5.4 | 6.4 | 7.0 |
| ROA | 3.5 | 3.8 | 3.5 | 4.2 | 4.7 |
| ROIC | 5.3 | 5.8 | 5.6 | 6.5 | 7.2 |
| 부채비율 | 61.6 | 54.8 | 54.1 | 51.1 | 49.0 |
| 순부채비율 | 40.1 | 33.6 | 28.1 | 26.3 | 23.7 |
| 이자보상배율(배) | 3.7 | 3.7 | 0.9 | 1.1 | 1.2 |

### 대차대조표

(단위: 십억원)

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **613.2** | **692.2** | **874.6** | **888.0** | **966.3** |
| 금융자산 | 257.3 | 236.7 | 343.3 | 347.9 | 376.9 |
| 현금성자산 | 207.6 | 208.7 | 310.7 | 314.7 | 340.7 |
| 매출채권 등 | 200.9 | 145.4 | 169.6 | 172.5 | 188.2 |
| 재고자산 | 50.3 | 61.1 | 71.2 | 72.4 | 79.0 |
| 기타유동자산 | 104.7 | 249.0 | 290.5 | 295.2 | 322.2 |
| **비유동자산** | **3,281.2** | **3,427.3** | **3,439.4** | **3,607.6** | **3,767.9** |
| 투자자산 | 21.1 | 20.3 | 11.4 | 11.6 | 12.7 |
| 금융자산 | 19.0 | 7.5 | 8.8 | 8.9 | 9.7 |
| 유형자산 | 3,223.6 | 3,362.8 | 3,385.0 | 3,554.0 | 3,714.2 |
| 무형자산 | **9.6** | **8.6** | **7.3** | **6.3** | **5.3** |
| 기타비유동자산 | **26.9** | **35.6** | **35.7** | **35.7** | **35.7** |
| **자산총계** | **3,894.4** | **4,119.5** | **4,314.0** | **4,495.6** | **4,734.2** |
| **유동부채** | **545.5** | **670.5** | **718.7** | **724.3** | **755.7** |
| 금융부채 | 320.2 | 384.3 | 384.9 | 384.9 | 385.3 |
| 매입채무 등 | 198.5 | 202.6 | 236.3 | 240.3 | 262.2 |
| 기타유동부채 | 26.8 | 83.6 | 97.5 | 99.1 | 108.2 |
| **비유동부채** | **939.2** | **788.6** | **795.6** | **796.4** | **801.0** |
| 금융부채 | **902.5** | **746.1** | **746.1** | **746.1** | **746.1** |
| 기타비유동부채 | 36.7 | 42.5 | 49.5 | 50.3 | 54.9 |
| **부채총계** | **1,484.6** | **1,459.1** | **1,514.3** | **1,520.8** | **1,556.7** |
| **지배주주지분** | **2,389.1** | **2,643.7** | **2,791.4** | **2,977.2** | **3,192.1** |
| 자본금 | **534.5** | **534.6** | **534.6** | **534.6** | **534.6** |
| 자본잉여금 | 1,941.1 | 1,942.1 | 1,942.1 | 1,942.1 | 1,942.1 |
| 자본조정 | 5.0 | 4.6 | 4.6 | 4.6 | 4.6 |
| 기타포괄이익누계액 | (25.6) | 77.2 | 77.2 | 77.2 | 77.2 |
| 이익잉여금 | (66.1) | 85.2 | 232.8 | 418.6 | 633.6 |
| **비지배주주지분** | **20.7** | **16.7** | **8.2** | **(2.4)** | **(14.6)** |
| **자본총계** | **2,409.8** | **2,660.4** | **2,799.6** | **2,974.8** | **3,177.5** |
| 순금융부채 | 965.4 | 893.7 | 787.7 | 783.1 | 754.5 |

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

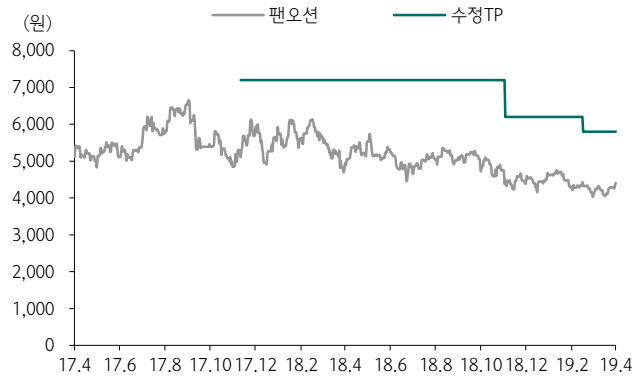
| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **261.6** | **268.1** | **282.5** | **333.9** | **357.9** |
| 당기순이익 | 141.3 | 148.6 | 139.2 | 175.2 | 202.7 |
| 조정 | 166.1 | 172.7 | 164.4 | 161.2 | 168.9 |
| 감가상각비 | 168.0 | 168.4 | 179.0 | 182.0 | 190.7 |
| 외환거래손익 | (0.9) | 1.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | (0.3) | (0.1) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (0.7) | 3.4 | (14.6) | (20.8) | (21.8) |
| 영업활동 자산부채 변동 | (45.8) | (53.2) | (21.1) | (2.5) | (13.7) |
| **투자활동 현금흐름** | **(117.2)** | **(126.6)** | **(181.2)** | **(329.9)** | **(332.3)** |
| 투자자산감소(증가) | 19.1 | 0.9 | 8.9 | (0.2) | (1.1) |
| 유형자산감소(증가) | (106.5) | (151.5) | (200.0) | (350.0) | (350.0) |
| 기타 | (29.8) | 24.0 | 9.9 | 20.3 | 18.8 |
| **재무활동 현금흐름** | **(155.0)** | **(149.1)** | **0.6** | **0.1** | **0.4** |
| 금융부채증가(감소) | (298.4) | (92.3) | 0.6 | 0.1 | 0.4 |
| 자본증가(감소) | 0.8 | 1.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | 142.6 | (57.8) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **현금의 증감** | **(37.4)** | **1.1** | **101.9** | **4.1** | **25.9** |
| Unlevered CFO | 359.6 | 381.3 | 530.2 | 565.4 | 601.8 |
| Free Cash Flow | 155.1 | 102.6 | 82.5 | (16.1) | 7.9 |

자료: 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

## 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 | 92.2% | 7.2% | 0.6% | 100.0% |

* 기준일: 2019년 4월 11일

## 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 4월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2019년 4월 12일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.