

팬오션 (028670)

9년래 최고치 기록한 BDI, 3분기 실적개선 기대

BDI, 8월 중순까지 단기 조정 이후 재차 급등

지난 7월 중순 2,191포인트를 기록한 후 단기 조정에 들어갔던 BDI가 8월 중순부터 반등하기 시작했고 지난 금요일에는 2,378포인트를 기록했다. 이는 9년래 최고치 수준으로 견조한 석탄 해상물동량과 더불어 브라질, 호주의 철광석 수출 회복의 영향으로 Cape급 대형선의 5개 주요 항로 평균 수익이 4월 저점인 3,460불/일에서 최근에는 34,583불/일까지 급등한 영향이 컸다. 중국의 7월 원료탄 수입이 전년동기대비 2% 증가했고 브라질의 철광석 수출 또한 전년동기 수준으로 회복했지만 이들만으로는 현재의 운임 급등을 설명하기는 부족하다. 결국 2020년에 예정된 IMO의 황산화물 규제 시행에 앞서 대형선인 Cape급 선박들의 스크러버 장착을 위한 Dry-docking(입고) 기간 확대와 불확실성에 대비하기 위해 안전하게 선박을 확보하려는 화주들의 정책이 반영되었기 때문인 것으로 판단된다.

3분기 BDI 급등, 원/달러 환율 상승의 긍정적인 영향

3분기 BDI 평균은 1,977포인트(YoY +23.0%, QoQ +98.7%)를 기록할 것으로 예상되는 가운데 원/달러 환율 상승도 팬오션 실적에 긍정적이다. 다만 IMO 규제 시행의 불확실성으로 용선선박을 공격적으로 확대하고 있지 않다는 점을 감안하면 3분기 영업이익은 5년래 분기 최고치인 623억원(YoY +8.3%, QoQ +23.3%)을 기록할 전망이다.

투자이견 'BUY' 및 목표주가 6,500원 유지

팬오션에 대해 투자이견 BUY 및 목표주가 6,500원을 유지한다. BDI 급등에 따른 3분기 실적 개선 전망에도 불구하고, 변동성이 큰 BDI 특성상, 급락에 대한 우려로 현재 주가는 여전히 PBR 밴드 하단 수준이다. 동절기 중국의 철강 감소에 따른 물동량 축소는 우려되지만 IMO 규제 이전 선박들의 연료 탱크 클리닝 확대로 가용선박량은 4분기로 갈수록 감소할 전망이다기 때문에 운임 급락 가능성은 제한적이다. 또한 2020년까지 저유황유 사용에 따른 노후 건화물선들의 경쟁력 축소로 폐선이 확대되면서 운임상승을 견인할 전망이다.

Update

BUY

| TP(12M): 6,500원 | CP(8월 30일): 4,860원

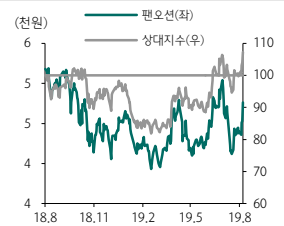
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,967.79
52주 최고/최저(원)	5,290/4,030
시가총액(십억원)	2,598.0
시가총액비중(%)	0.22
발행주식수(천주)	534,569.2
60일 평균 거래대금(천주)	1,457.9
60일 평균 거래대금(십억원)	6.8
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	10.62
주요주주 지분율(%)	
하림지주 외 28인	54.90
국민연금공단	5.81
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.7 12.4 (8.1)
상대	5.3 25.4 7.7

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	2,615.3	2,941.3
영업이익(십억원)	211.4	239.3
순이익(십억원)	148.8	176.1
EPS(원)	290	341
BPS(원)	5,350	5,750

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,336.2	2,668.4	2,524.6	2,658.6	2,818.3
영업이익	십억원	195.0	203.9	217.0	240.0	249.5
세전이익	십억원	143.2	149.0	154.8	170.7	172.3
순이익	십억원	143.1	152.4	158.2	171.8	173.4
EPS	원	268	285	296	321	324
증감률	%	45.7	6.3	3.9	8.4	0.9
PER	배	19.69	15.59	16.42	15.12	14.99
PBR	배	1.18	0.90	0.90	0.85	0.80
EV/EBITDA	배	10.48	8.83	30.66	108.50	127.92
ROE	%	5.80	6.06	5.71	5.76	5.50
BPS	원	4,469	4,946	5,413	5,735	6,059
DPS	원	0	0	0	0	0



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

RA 김도현
02-3771-3674
dohkim@hanafn.com

3분기 BDI 급등, 원/달러 환율 상승의 긍정적인 영향

3Q19 영업이익 623억원
(YoY +8.3%, QoQ +23.3%)로 5년래
분기 최고치 예상

3분기 BDI 평균은 1,977포인트(YoY +23.0%, QoQ +98.7%)를 기록할 것으로 예상되는 가운데 원/달러 환율 상승도 팬오션 실적에 긍정적이다. 다만 IMO 규제 시행의 불확실성으로 용선선박을 공격적으로 확대하고 있지 않다는 점을 감안하면 3분기 영업이익은 5년래 분기 최고치인 623억원(YoY +8.3%, QoQ +23.3%)을 기록할 전망이다.

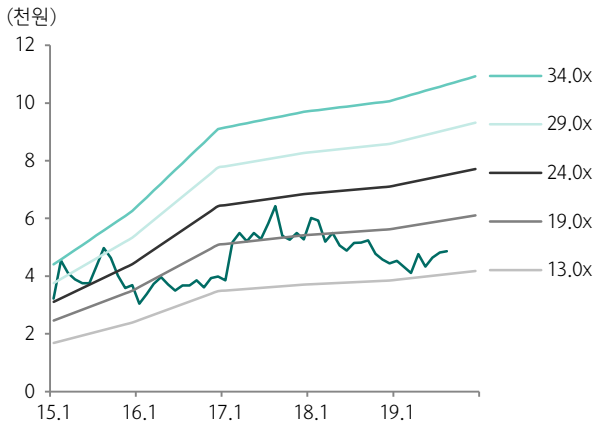
표 1. 팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
BDI(pt)	1,176	1,260	1,607	1,363	798	995	1,977	1,769	1,351	1,385	1,770
매출	565.5	678.8	771.5	652.5	534.8	632.3	707.9	649.7	2,668.4	2,524.6	2,658.6
영업이익	44.0	50.1	57.5	52.4	45.0	50.5	62.3	59.3	203.9	217.0	240.0
세전이익	36.8	37.6	43.4	31.3	28.3	37.0	47.3	42.2	149.0	154.8	170.7
순이익	36.4	37.3	42.9	32.0	28.1	36.9	47.2	42.1	148.6	154.3	170.3
영업이익률(%)	7.8	7.4	7.5	8.0	8.4	8.0	8.8	9.1	7.6	8.6	9.0
세전이익률(%)	6.5	5.5	5.6	4.8	5.3	5.9	6.7	6.5	5.6	6.1	6.4
순이익률(%)	6.4	5.5	5.6	4.9	5.3	5.8	6.7	6.5	5.6	6.1	6.4

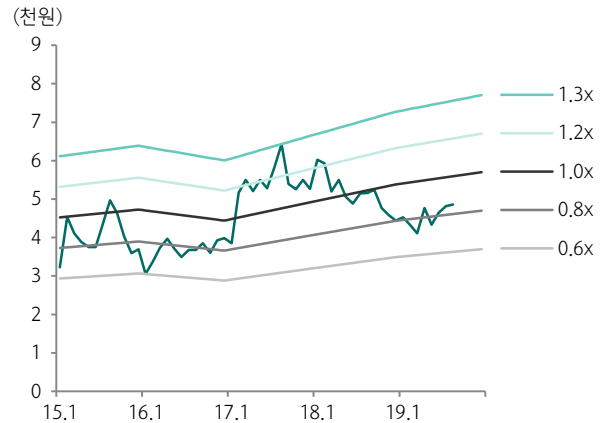
자료: 팬오션, 하나금융투자

그림 1. 팬오션 PER밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

그림 2. 팬오션 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

추정 재무제표

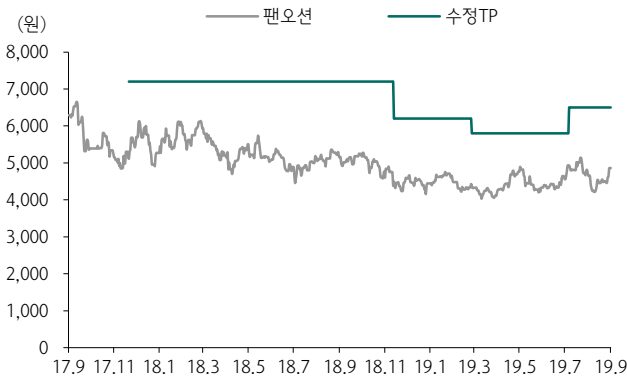
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,336.2	2,668.4	2,524.6	2,658.6	2,818.3
매출원가	2,072.1	2,390.3	2,234.5	2,326.5	2,471.3
매출총이익	264.1	278.1	290.1	332.1	347.0
판매비	69.1	74.1	73.1	92.0	97.6
영업이익	195.0	203.9	217.0	240.0	249.5
금융손익	(45.2)	(51.5)	(52.6)	(59.7)	(67.6)
종속/관계기업손익	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(6.9)	(3.5)	(9.6)	(9.6)	(9.6)
세전이익	143.2	149.0	154.8	170.7	172.3
법인세	1.9	0.3	0.5	0.4	0.4
계속사업이익	141.3	148.6	154.3	170.3	171.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	141.3	148.6	154.3	170.3	171.9
비지배주주지분 손이익	(1.8)	(3.8)	(3.9)	(1.5)	(1.5)
지배주주순이익	143.1	152.4	158.2	171.8	173.4
지배주주지분포괄이익	(150.6)	254.5	249.2	170.4	172.0
NOPAT	192.4	203.5	216.3	239.4	248.8
EBITDA	363.0	372.3	120.2	34.7	30.1
성장성(%)					
매출액증가율	24.7	14.2	(5.4)	5.3	6.0
NOPAT증가율	17.0	5.8	6.3	10.7	3.9
EBITDA증가율	7.7	2.6	(67.7)	(71.1)	(13.3)
영업이익증가율	16.1	4.6	6.4	10.6	4.0
(지배주주)순이익증가율	46.2	6.5	3.8	8.6	0.9
EPS증가율	45.7	6.3	3.9	8.4	0.9
수익성(%)					
매출총이익률	11.3	10.4	11.5	12.5	12.3
EBITDA이익률	15.5	14.0	4.8	1.3	1.1
영업이익률	8.3	7.6	8.6	9.0	8.9
계속사업이익률	6.0	5.6	6.1	6.4	6.1
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	268	285	296	321	324
BPS	4,469	4,946	5,413	5,735	6,059
CFPS	673	713	471	407	418
EBITDAPS	679	696	225	65	56
SPS	4,371	4,992	4,723	4,973	5,272
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	19.7	15.6	16.4	15.1	15.0
PBR	1.2	0.9	0.9	0.8	0.8
PCFR	7.8	6.2	10.3	12.0	11.6
EV/EBITDA	10.5	8.8	30.7	108.5	127.9
PSR	1.2	0.9	1.0	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	5.8	6.1	5.7	5.8	5.5
ROA	3.5	3.8	3.6	3.6	3.4
ROIC	5.3	5.8	5.7	5.8	5.7
부채비율	61.6	54.8	58.5	59.5	59.3
순부채비율	40.1	33.6	36.9	37.4	38.4
이자보상배율(배)	3.7	3.7	3.5	0.9	0.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	613.2	692.2	753.4	819.1	818.2
금융자산	257.3	236.7	299.9	322.1	326.0
현금성자산	207.6	208.7	216.8	236.3	240.5
매출채권 등	200.9	145.4	144.8	158.7	157.1
재고자산	50.3	61.1	60.8	66.6	66.0
기타유동자산	104.7	249.0	247.9	271.7	269.1
비유동자산	3,281.2	3,427.3	3,853.4	4,089.7	4,358.9
투자자산	21.1	20.3	47.9	48.8	48.7
금융자산	19.0	7.5	7.5	8.2	8.1
유형자산	3,223.6	3,362.8	3,790.5	4,024.1	4,291.5
무형자산	9.6	8.6	9.4	11.1	13.1
기타비유동자산	26.9	35.6	5.6	5.7	5.6
자산총계	3,894.4	4,119.5	4,606.7	4,908.7	5,177.1
유동부채	545.5	670.5	772.1	799.8	796.7
금융부채	320.2	384.3	402.1	402.4	402.3
매입채무 등	198.5	202.6	201.7	221.1	218.9
기타유동부채	26.8	83.6	168.3	176.3	175.5
비유동부채	939.2	788.6	927.5	1,031.6	1,131.2
금융부채	902.5	746.1	885.2	985.2	1,085.2
기타비유동부채	36.7	42.5	42.3	46.4	46.0
부채총계	1,484.6	1,459.1	1,699.7	1,831.4	1,927.9
지배주주지분	2,389.1	2,643.7	2,893.7	3,065.5	3,238.9
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	169.2	169.2	169.2
이익잉여금	(66.1)	85.2	243.2	415.0	588.4
비지배주주지분	20.7	16.7	13.3	11.8	10.3
자본총계	2,409.8	2,660.4	2,907.0	3,077.3	3,249.2
순금융부채	965.4	893.7	1,072.6	1,150.7	1,246.7
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	261.6	268.1	285.5	204.8	224.4
당기순이익	141.3	148.6	154.3	170.3	171.9
조정	166.1	172.7	66.8	46.6	51.2
감가상각비	168.0	168.4	(96.8)	(205.4)	(219.4)
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	163.6	252.0	270.6
영업활동 자산부채 변동	(45.8)	(53.2)	64.4	(12.1)	1.3
투자활동 현금흐름	(117.2)	(126.6)	(213.3)	(18.3)	(33.4)
투자자산감소(증가)	19.1	0.9	(27.6)	(0.9)	0.1
유형자산감소(증가)	(106.5)	(151.5)	(192.9)	(30.0)	(50.0)
기타	(29.8)	24.0	7.2	12.6	16.5
재무활동 현금흐름	(155.0)	(149.1)	(21.5)	(166.9)	(186.8)
금융부채증가(감소)	(298.4)	(92.3)	156.9	100.3	100.0
자본증가(감소)	0.8	1.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	142.6	(57.8)	(178.4)	(267.2)	(286.8)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(37.4)	1.1	8.1	19.5	4.2
Unlevered CFO	359.6	381.3	251.8	217.3	223.5
Free Cash Flow	155.1	102.6	92.5	174.8	174.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

팬오션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.7.8	BUY	6,500		
19.2.27	BUY	5,800	-24.23%	-15.00%
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	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 9월 1일

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 9월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2019년 9월 2일 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.