

팬오션 (028670)

4분기 운임하락의 부정적 영향

BDI 하락과 일회성 비용으로 영업이익 컨센서스 하회

2019년 4분기 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 6,187억원 (YoY -5.2%, QoQ -9.3%)과 511억원(YoY -2.4%, QoQ -19.4%)을 기록했다.

1) 운임 상승에 따른 탱커선 수익성 개선(영업이익: 3Q19 26억원 → 4Q19 31억원)에도 불구하고, 2) 원/달러 환율 하락(기능통화: 미달러), 3) BDI 하락(QoQ -23.1%, 1,561포인트) 및 4) 30억원 규모의 IMO 황산화물 규제 준비를 위한 일회성 비용(연료탱크 클리닝 및 저유황유 조기 조달)으로 영업이익이 시장컨센서스인 561억원을 하회했다. 2020년부터 시행 예정인 IMO 황산화물 규제로 저유황유를 연료로 사용했을 경우 발생할 수 있는 문제들에 대한 우려로 용선선박 규모는 축소(3Q19 105척 → 4Q19 88척)되었다.

BDI, 급락 이후 현재 바닥 확인 진행 중

중국정부의 석탄 수입규제(연간 석탄 수입량 증가 방지 목적)와 1월 브라질, 호주의 철광석 공급차질 영향으로 BDI는 작년 9월 2,500포인트를 상회한 이후 하락세를 지속했다. 특히 중국 춘절 전후로 코로나 19 확산에 따른 건화물 전방산업 공장 가동 차질로 해상물동량이 급감하면서 2월 중순에는 BDI가 411포인트까지 하락했다. 1분기 BDI 평균은 640포인트(YoY -19.7%, QoQ -59.0%)가 예상되고 그에 따른 팬오션의 1분기 영업이익은 399억원(YoY -22.0%, QoQ -11.3%)을 기록할 전망이다.

투자 의견 'BUY' 유지, 목표주가는 5,900원으로 하향

팬오션에 대해 투자 의견 BUY를 유지하나 실적추정치 하향으로 목표주가는 기존 6,500원에서 5,900원으로 하향한다. 1분기 BDI가 예상보다 훨씬 큰 폭으로 하락했기 때문에 1분기 실적은 부진할 것으로 예상된다. 하지만 2분기부터는 브라질, 호주의 철광석 수출 정상화 및 중국의 코로나 19 안정화에 따른 제조업 조업 정상화로 건화물선 해상물동량이 큰 폭으로 증가할 것으로 예상되는 가운데 운임 급락으로 노후 건화물선 폐선 또한 가속화되고 있기 때문에 수급 개선에 따른 BDI 상승 수혜가 기대된다.

Earning Review

BUY

| TP(12M): 5,900원(하향) | CP(2일 28일): 3,735원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,987.01
52주 최고/최저(원)	5,140/3,590
시가총액(십억원)	1,996.6
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	534,569.2
60일 평균 거래량(천주)	1,075.3
60일 평균 거래대금(십억원)	4.5
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	11.26
주요주주 지분율(%)	
하림지주 외 27인	54.90
국민연금공단	5.81
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.0) (19.0) (13.6)
상대	1.9 (20.9) (4.6)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	2,501.9	2,874.6
영업이익(십억원)	215.0	242.9
순이익(십억원)	158.6	183.6
EPS(원)	306	345
BPS(원)	5,520	5,939

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,336.2	2,668.4	2,467.9	2,624.5	2,818.3
영업이익	십억원	195.0	203.9	210.0	236.2	264.2
세전이익	십억원	143.2	149.0	148.3	171.8	192.4
순이익	십억원	143.1	152.4	150.9	171.8	192.4
EPS	원	268	285	282	321	360
증감률	%	45.7	6.3	(1.1)	13.8	12.1
PER	배	19.69	15.59	16.10	11.62	10.38
PBR	배	1.18	0.90	0.81	0.63	0.59
EV/EBITDA	배	10.48	8.83	16.05	12.91	11.40
ROE	%	5.80	6.06	5.35	5.58	5.90
BPS	원	4,469	4,946	5,600	5,921	6,281
DPS	원	0	0	0	0	0



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

RA 김도현
02-3771-3674
dohkim@hanafn.com

4Q19 영업이익 511억원
(YoY -2.4%, QoQ -19.4%)으로
시장컨센서스 하회

BDI 하락과 일회성 비용으로 영업이익 컨센서스 하회

2019년 4분기 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 6,187억원(YoY -5.2%, QoQ -9.3%) 과 511억원(YoY -2.4%, QoQ -19.4%)을 기록했다.

1) 운임 상승에 따른 탱커선 수익성 개선(영업이익: 3Q19 26억원 → 4Q19 31억원)에도 불구하고, 2) 원/달러 환율 하락(기능통화: 미달러), 3) BDI 하락(QoQ -23.1%, 1,561포인트) 및 4) 30억원 규모의 IMO 황산화물 규제 준비를 위한 일회성 비용(연료탱크 클리닝 및 저유황유 조기 조달)의 영향으로 영업이익이 시장컨센서스인 561억원을 하회했다. 2020년부터 시행 예정인 IMO 황산화물 규제로 저유황유를 연료로 사용했을 경우 발생할 수 있는 문제들에 대한 우려로 용선선박 규모는 축소(3Q19 105척 → 4Q19 88척)되었다.

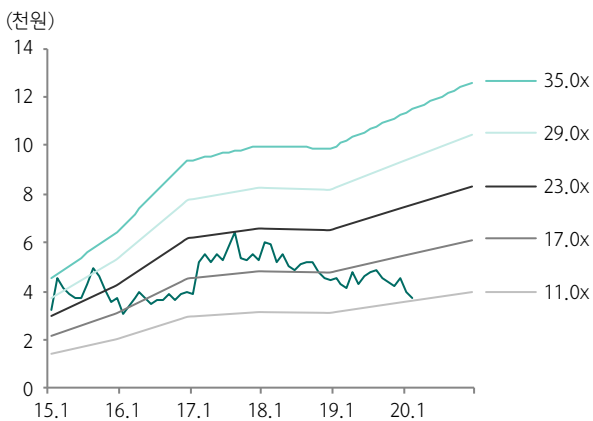
표 1. 팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019P	2020F
BDI(pt)	798	995	2,030	1,562	640	1,675	2,244	1,862	1,351	1,346	1,605
매출	534.8	632.3	682.2	618.7	530.0	680.7	726.6	687.3	2,668.4	2,467.9	2,624.5
영업이익	45.0	50.5	63.4	51.1	39.9	54.8	76.1	65.4	203.9	210.0	236.2
세전이익	28.3	37.0	55.0	27.9	25.7	39.6	66.0	40.6	149.0	148.3	171.8
순이익	28.1	36.9	54.8	27.9	25.7	39.6	66.0	40.6	148.6	147.8	171.9
영업이익률(%)	8.4	8.0	9.3	8.3	7.5	8.1	10.5	9.5	7.6	8.5	9.0
세전이익률(%)	5.3	5.9	8.1	4.5	4.8	5.8	9.1	5.9	5.6	6.0	6.5
순이익률(%)	5.3	5.8	8.0	4.5	4.8	5.8	9.1	5.9	5.6	6.0	6.5

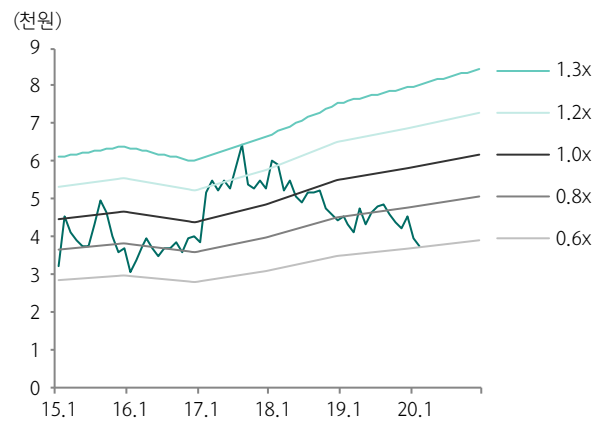
자료: 하나금융투자

그림 1. 팬오션 PER밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

그림 2. 팬오션 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

추정 재무제표

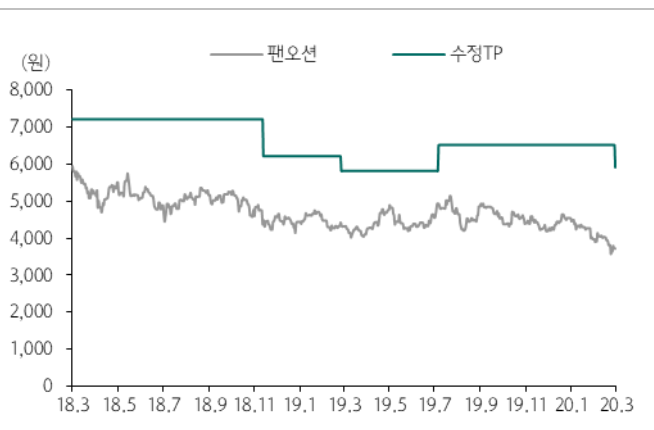
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,336.2	2,668.4	2,467.9	2,624.5	2,818.3
매출원가	2,072.1	2,390.3	2,180.1	2,283.5	2,441.7
매출총이익	264.1	278.1	287.8	341.0	376.6
판매비	69.1	74.1	77.8	104.7	112.4
영업이익	195.0	203.9	210.0	236.2	264.2
금융손익	(45.2)	(51.5)	(48.8)	(55.5)	(62.9)
종속/관계기업손익	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(6.9)	(3.5)	(12.9)	(8.9)	(8.9)
세전이익	143.2	149.0	148.3	171.8	192.4
법인세	1.9	0.3	0.5	(0.1)	(0.1)
계속사업이익	141.3	148.6	147.8	171.9	192.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	141.3	148.6	147.8	171.9	192.4
비지배주주지분 손이익	(1.8)	(3.8)	(3.1)	0.0	0.0
지배주주순이익	143.1	152.4	150.9	171.8	192.4
지배주주지분포괄이익	(150.6)	254.5	349.7	171.3	191.7
NOPAT	192.4	203.5	209.3	236.3	264.3
EBITDA	363.0	372.3	210.0	236.2	264.2
성장성(%)					
매출액증가율	24.7	14.2	(7.5)	6.3	7.4
NOPAT증가율	17.0	5.8	2.9	12.9	11.8
EBITDA증가율	7.7	2.6	(43.6)	12.5	11.9
영업이익증가율	16.1	4.6	3.0	12.5	11.9
(지배주주)순이익증가율	46.2	6.5	(1.0)	13.9	12.0
EPS증가율	45.7	6.3	(1.1)	13.8	12.1
수익성(%)					
매출총이익률	11.3	10.4	11.7	13.0	13.4
EBITDA이익률	15.5	14.0	8.5	9.0	9.4
영업이익률	8.3	7.6	8.5	9.0	9.4
계속사업이익률	6.0	5.6	6.0	6.5	6.8
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	268	285	282	321	360
BPS	4,469	4,946	5,600	5,921	6,281
CFPS	673	713	689	321	360
EBITDAPS	679	696	393	442	494
SPS	4,371	4,992	4,617	4,910	5,272
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	19.7	15.6	16.1	11.6	10.4
PBR	1.2	0.9	0.8	0.6	0.6
PCFR	7.8	6.2	6.6	11.6	10.4
EV/EBITDA	10.5	8.8	16.1	12.9	11.4
PSR	1.2	0.9	1.0	0.8	0.7
재무비율(%)					
ROE	5.8	6.1	5.4	5.6	5.9
ROA	3.5	3.8	3.5	3.6	3.9
ROIC	5.3	5.8	5.6	5.8	6.1
부채비율	61.6	54.8	51.8	53.2	50.4
순부채비율	40.1	33.6	30.8	32.7	29.7
이자보상배율(배)	3.7	3.7	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	613.2	692.2	750.1	785.8	835.2
금융자산	257.3	236.7	318.3	306.1	345.7
현금성자산	207.6	208.7	264.3	249.2	288.2
매출채권 등	200.9	145.4	137.9	153.2	156.3
채고자산	50.3	61.1	57.9	64.3	65.6
기타유동자산	104.7	249.0	236.0	262.2	267.6
비유동자산	3,281.2	3,427.3	3,815.0	4,086.0	4,236.2
투자자산	21.1	20.3	21.0	22.0	22.3
금융자산	19.0	7.5	7.1	7.9	8.1
유형자산	3,223.6	3,362.8	3,766.0	4,036.0	4,186.0
무형자산	9.6	8.6	8.5	8.5	8.5
기타비유동자산	26.9	35.6	19.5	19.5	19.4
자산총계	3,894.4	4,119.5	4,565.1	4,871.9	5,071.5
유동부채	545.5	670.5	710.9	741.3	747.6
금융부채	320.2	384.3	439.5	439.9	440.0
매입채무 등	198.5	202.6	192.1	213.4	217.8
기타유동부채	26.8	83.6	79.3	88.0	89.8
비유동부채	939.2	788.6	846.0	950.5	951.4
금융부채	902.5	746.1	805.7	905.7	905.7
기타비유동부채	36.7	42.5	40.3	44.8	45.7
부채총계	1,484.6	1,459.1	1,556.9	1,691.8	1,699.0
지배주주지분	2,389.1	2,643.7	2,993.5	3,165.4	3,357.8
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	276.4	276.4	276.4
이익잉여금	(66.1)	85.2	235.8	407.7	600.1
비지배주주지분	20.7	16.7	14.7	14.7	14.7
자본총계	2,409.8	2,660.4	3,008.2	3,180.1	3,372.5
순금융부채	965.4	893.7	927.0	1,039.5	1,000.0
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	261.6	268.1	327.4	158.5	189.7
당기순이익	141.3	148.6	147.8	171.9	192.4
조정	166.1	172.7	174.6	(0.1)	(0.0)
감가상각비	168.0	168.4	0.0	0.0	0.0
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	174.6	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(45.8)	(53.2)	5.0	(13.3)	(2.7)
투자활동 현금흐름	(117.2)	(126.6)	(181.9)	(274.0)	(150.8)
투자자산감소(증가)	19.1	0.9	(0.7)	(1.0)	(0.2)
유형자산감소(증가)	(106.5)	(151.5)	(158.3)	(270.0)	(150.0)
기타	(29.8)	24.0	(22.9)	(3.0)	(0.6)
재무활동 현금흐름	(155.0)	(149.1)	(103.4)	100.4	0.1
금융부채증가(감소)	(298.4)	(92.3)	114.9	100.4	0.1
자본증가(감소)	0.8	1.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	142.6	(57.8)	(218.3)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(37.4)	1.1	55.6	(15.1)	39.0
Unlevered CFO	359.6	381.3	368.6	171.8	192.4
Free Cash Flow	155.1	102.6	168.9	(111.5)	39.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

팬오션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.2	BUY	5,900		
19.7.8	BUY	6,500	-31.56%	-20.92%
19.2.27	BUY	5,800	-24.23%	-15.00%
18.11.14	BUY	6,200	-27.79%	-23.31%
18.4.5	BUY	7,200	-29.87%	-20.28%

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	89.8%	10.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 3월 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 2020년 3월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2020년 3월 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.