



팬오션 (028670)

1Q20 Review: 장기운송계약과 저유가로 수익성 방어

▶ Analyst 김유혁 yuhyuk.kim@hanwha.com 3772-7638

Buy (유지)

목표주가(유지): 5,500원

현재 주가(5/13)	3,205원
상승여력	▲71.6%
시가총액	17,133억원
발행주식수	534,569천주
52 주 최고가 / 최저가	5,140 / 2,085원
90 일 일평균 거래대금	70.86억원
외국인 지분율	10.7%

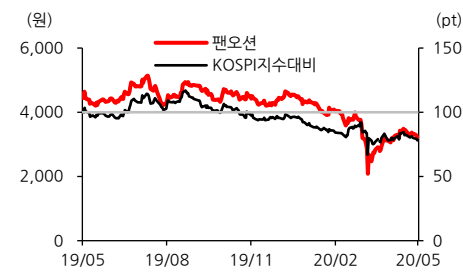
주주 구성	
하림지주 (외 26 인)	54.9%
국민연금공단 (외 1 인)	5.8%
팬오션우리스주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.7	-20.3	-27.6	-28.1
상대수익률(KOSPI)	-1.5	-7.2	-19.0	-21.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,468	2,669	2,871	2,980
영업이익	210	213	246	263
EBITDA	413	416	451	470
지배주주순이익	152	154	198	212
EPS	284	289	370	397
순차입금	970	907	739	529
PER	16.0	11.1	8.7	8.1
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.2	6.3	5.4	4.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	5.5	5.2	6.3	6.4

주가 추이



동사의 1 분기 영업이익은 시장기대치를 소폭 상회했습니다. 연초 BDI 급락에도 불구하고 장기운송계약이 창출하는 안정적인 이익과 유가급락으로 spot 선박들의 이익 spread 가 확대되었기 때문입니다.

1Q20 Review: 시장기대치 소폭 상회

동사의 1분기 영업이익은 378억원(-16.0% YoY, -26.0% QoQ)을 기록하며 시장기대치를 소폭 상회했다. 1분기 브라질과 후주의 자연재해, 코로나19 확산에 따른 중국의 항구 입항금지 영향으로 1분기 BDI가 급락했음에도 불구하고, 1) 장기운송계약을 통해 창출되는 안정적인 이익과, 2) 3월부터 급락한 유가로 spot 선박들의 이익 spread가 확대된 점이 양호한 실적을 기록한 주 요인이다. 비벌크부문에선 컨테이너와 탱커부문이 전분기대비 개선된 실적을 보였으며, 영업외에서 파생상품 손실, 외화환산손실, 매각예정자산 손상차손 등 130억원의 비용이 발생하면서 순이익은 시장기대치를 하회했다.

2분기에도 COVID-19 영향 지속

2월초 411pt를 바닥으로 4월 757pt까지 회복했던 BDI가 최근 433pt 까지 재차 하락하면서 저시황이 지속되고 있다. Capesize 운임 급락이 전체 지수하락을 견인했는데, 1) 4~5월 브라질 철광석 수출물량이 기대치를 하회했고, 2) 일본 철강사들의 감산 영향으로 spot 공급이 증가하는 등 수급여건이 악화됐기 때문이다. 이런 상황을 고려하면 2분기 시황도 1분기와 유사한 수준을 기록할 것으로 예상된다. 다만 올해 신임 CEO 체제로 전환된 이후 선대운용정책이 용선을 통한 spot 선대 확대 기조로 바뀐점은 긍정적이다. spot 선대 확대 추이를 고려하면 하반기 실적개선이 기대된다. (4Q19 88척 → 1Q20 110척 → 5월 현재 130척)

투자의견 Buy, 목표주가 5,500원 유지

현재 동사 주가는 역사상 시황이 가장 안 좋았던 16년보다 더 낮은 12M Fwd P/B 0.56배에서 거래 중이다. 그러나 동사의 이익레벨이 그동안 꾸준히 확대해온 장기운송계약(CVC) 덕분에 당시보다 높다는 점을 고려하면 저평가 국면이라고 판단된다. 시황개선에 대비한 용선선대 확대 기조가 확인된 점도 하반기 이익 개선기대감을 높일 수 있는 포인트다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 5,500원을 유지한다.

[표1] 팬오션 2020년 1분기 실적

회사잠정 (십억원)	1Q20	당사 추정치 대비		전년 동기 대비(YoY)		전분기 대비(QoQ)		시장 컨센서스 대비	
		1Q20E	차이(%)	1Q19	차이(%)	4Q19	차이(%)	1Q20E	차이(%)
매출액	559	475	17.6	535	4.5	619	-9.7	503	11.2
영업이익	38	34	10.9	45	-16.0	51	-26.0	36	5.9
순이익	20	39	-49.5	28	-29.0	28	-28.5	29	-30.3
이익률(%)									
영업이익	6.8	7.2		8.4		8.3		7.1	
순이익	3.6	8.3		5.3		4.5		5.7	
이익률차이(%p)									
영업이익		-0.4		-1.6		-1.5		-0.3	
순이익		-4.7		-1.7		-0.9		-2.1	

자료: 팬오션, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 팬오션 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	535	632	682	619	559	617	776	717	2,468	2,669	2,871
벌크선	415	429	507	484	432	460	614	563	1,836	2,069	2,266
컨테이너선	59	61	44	56	56	57	55	55	219	222	219
탱커선	30	31	36	37	39	36	36	38	135	148	153
기타선종	7	8	4	5	4	4	4	4	24	15	16
곡물	34	121	96	45	32	66	72	62	296	232	237
영업이익	45	50	63	51	38	37	71	66	210	213	246
영업이익률(%)	8.4	8.0	9.3	8.3	6.8	6.0	9.2	9.3	8.5	8.0	8.6
순이익	28	37	55	27.9	20	37	57	41	148	154	198
순이익률(%)	5.3	5.8	8.0	4.5	3.6	6.0	7.3	5.7	6.0	5.8	6.9
YoY(%)											
매출액	-5.4	-6.9	-11.6	-5.2	4.5	-2.4	13.7	15.8	-7.5	8.1	7.6
벌크선	-4.6	-16.2	-8.9	-7.9	4.1	7.2	21.0	16.3	-9.5	12.7	9.5
컨테이너선	23.2	8.2	-28.0	-15.4	-5.5	-6.7	26.9	-1.8	-4.9	1.5	-1.4
탱커선	-4.2	2.8	22.7	12.1	28.2	13.7	-0.4	2.9	8.2	10.2	3.2
기타선	-7.7	2.8	-45.5	-23.5	-42.2	-50.5	-8.5	-22.1	-18.7	-34.6	4.1
곡물	-37.2	34.9	-27.7	13.3	-3.9	-45.7	-25.1	38.1	-6.4	-21.5	2.3
영업이익	2.2	0.9	10.3	-2.4	-15.9	-26.3	11.9	30.0	3.0	1.2	15.8
순이익	-22.8	-1.1	27.7	-12.8	-29.1	0.0	3.5	45.5	-0.6	4.4	28.2

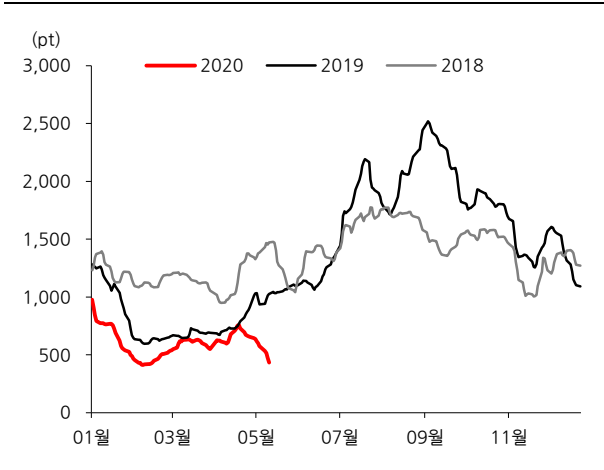
자료: 팬오션, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 팬오션 영업실적 전망 변경

회사잠정 (십억원)	변경 후		변경 전		변경률(% , %p)		컨센서스	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	2,669	2,871	2,440	2,716	9.4	5.7	2,486	2,814
영업이익	213	246	227	236	-6.4	4.1	201	235
순이익	154	198	209	209	-26.3	-5.6	145	178
이익률(%)								
영업이익	8.0	8.6	9.3	8.7	-1.3	-0.1	8.1	8.4
순이익	5.8	6.9	8.6	7.7	-2.8	-0.8	5.8	6.3

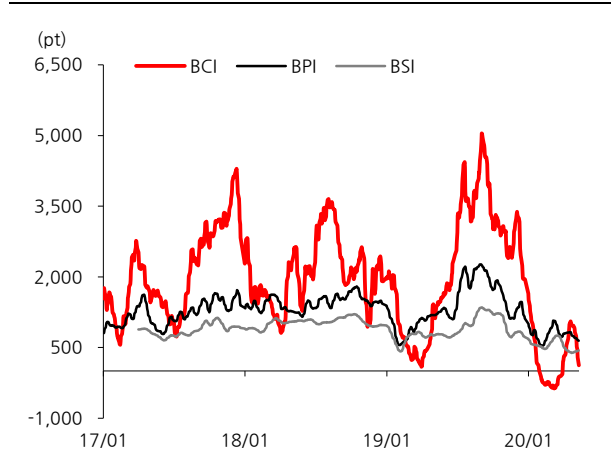
자료: 팬오션, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] BDI(Baltic Exchange Dry Index) 추이



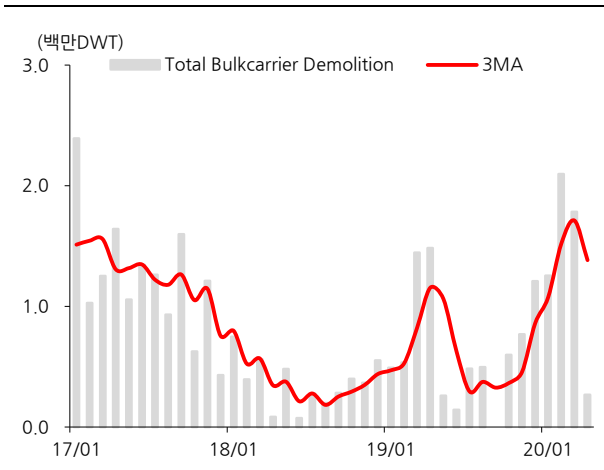
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] BCI, BPI, BSI 추이



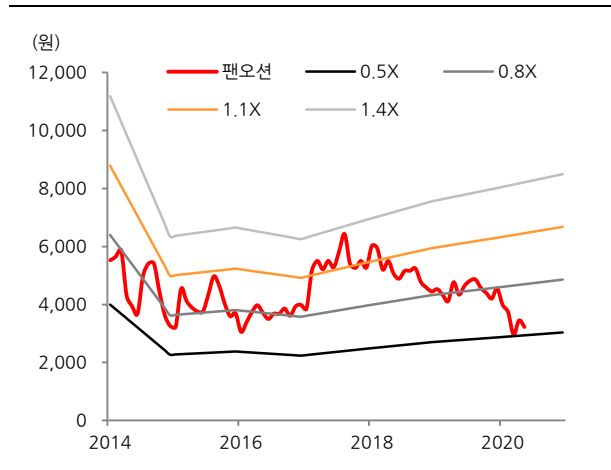
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 벌크선 폐선량 추이



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 팬오션 12M Fwd P/B 밴드차트



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,668	2,468	2,669	2,871	2,980
매출총이익	278	288	285	324	344
영업이익	204	210	213	246	263
EBITDA	372	413	416	451	470
순이자손익	-51	-50	-2	1	3
외화관련손익	-1	-1	10	7	8
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	149	148	157	202	217
당기순이익	149	148	154	198	212
지배주주순이익	152	152	154	198	212
증가율(%)					
매출액	14.2	-7.5	8.1	7.6	3.8
영업이익	4.6	3.0	1.2	15.8	7.1
EBITDA	2.6	10.9	0.8	8.4	4.1
순이익	5.2	-0.6	4.4	28.2	7.5
이익률(%)					
매출총이익률	10.4	11.7	10.7	11.3	11.6
영업이익률	7.6	8.5	8.0	8.6	8.8
EBITDA 이익률	14.0	16.7	15.6	15.7	15.8
세전이익률	5.6	6.0	5.9	7.0	7.3
순이익률	5.6	6.0	5.8	6.9	7.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금흐름	268	405	291	389	439
당기순이익	149	148	154	198	212
자산상각비	168	203	203	205	206
운전자본증감	-53	51	-60	-14	20
매출채권 감소(증가)	-22	9	-27	-4	0
재고자산 감소(증가)	-8	-2	-2	-2	-3
매입채무 증가(감소)	-4	-15	-28	-8	25
투자현금흐름	-127	-213	-228	-220	-229
유형자산처분(취득)	-151	-217	-227	-220	-228
무형자산 감소(증가)	0	1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	-149	-152	-60	-170	-210
차입금의 증가(감소)	-149	-152	-60	-170	-210
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	381	420	350	403	419
(-)운전자본증가(감소)	39	-45	67	14	-20
(-)설비투자	165	217	227	220	228
(+)자산매각	14	1	-1	-1	-1
Free Cash Flow	191	249	56	169	210
(-)기타투자	-10	-8	-7	0	0
잉여현금	201	258	63	169	210
NOPLAT	203	209	208	241	258
(+) Dep	168	203	203	205	206
(-)운전자본투자	39	-45	67	14	-20
(-)Capex	165	217	227	220	228
OpFCF	168	240	118	213	256

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	692	680	742	745	754
현금성자산	237	291	294	293	292
매출채권	145	135	162	166	166
재고자산	61	65	68	70	73
비유동자산	3,427	3,775	3,799	3,814	3,837
투자자산	56	30	30	30	30
유형자산	3,363	3,737	3,761	3,776	3,799
무형자산	9	8	8	8	8
자산총계	4,119	4,454	4,541	4,559	4,591
유동부채	671	709	641	462	282
매입채무	101	136	108	100	125
유동성이자부채	384	444	384	214	4
비유동부채	789	846	846	846	846
비유동이자부채	746	817	817	817	817
부채총계	1,459	1,555	1,487	1,308	1,127
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	85	236	390	588	800
자본조정	82	174	174	174	174
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	2,660	2,900	3,054	3,251	3,464

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표					
EPS	285	284	289	370	397
BPS	4,946	5,400	5,688	6,058	6,455
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	713	785	655	753	783
ROA(%)	3.8	3.5	3.4	4.3	4.6
ROE(%)	6.1	5.5	5.2	6.3	6.4
ROIC(%)	5.9	5.7	5.3	6.1	6.5
Multiples(x, %)					
PER	15.6	16.0	11.1	8.7	8.1
PBR	0.9	0.8	0.6	0.5	0.5
PSR	0.9	1.0	0.6	0.6	0.6
PCR	6.2	5.8	4.9	4.3	4.1
EV/EBITDA	8.8	8.2	6.3	5.4	4.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	54.8	53.6	48.7	40.2	32.5
Net debt/Equity	33.6	33.5	29.7	22.7	15.3
Net debt/EBITDA	240.0	235.0	218.1	163.7	112.6
유동비율	103.2	95.8	115.7	161.2	267.7
이자보상배율(배)	3.7	3.8	25.2	33.4	54.0
자산구조(%)					
투하자본	92.4	92.3	92.4	92.5	92.5
현금+투자자산	7.6	7.7	7.6	7.5	7.5
자본구조(%)					
차입금	29.8	30.3	28.2	24.1	19.2
자기자본	70.2	69.7	71.8	75.9	80.8

[Compliance Notice]

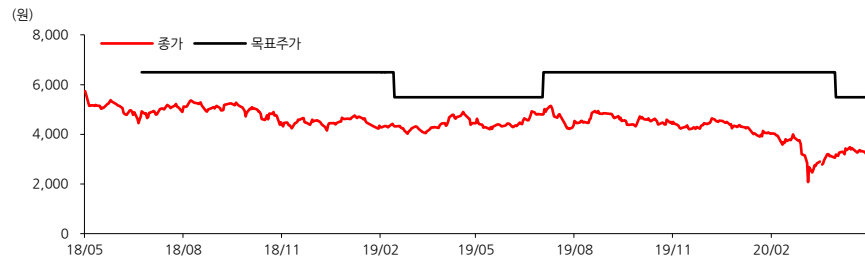
(공표일: 2020년 5월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김유혁)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[팬오션 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2018.07.06	2018.07.06	2018.08.16	2018.11.14	2018.11.30
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김유혁	6,500	6,500	6,500	6,500
일 시	2019.02.27	2019.07.16	2019.08.14	2019.09.24	2019.11.13	2019.12.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	5,500	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500
일 시	2020.01.14	2020.03.02	2020.04.14	2020.05.14		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	6,500	6,500	5,500	5,500		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.07.06	Buy	6,500	-26.66	-17.54
2019.02.27	Buy	5,500	-19.62	-10.36
2019.07.16	Buy	6,500	-34.97	-20.92
2020.04.14	Buy	5,500		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%