2020년 8월 14일 I Equity Research

팬오션 (028670)

비주류 부문이 견인한 2Q20 어닝서프라이즈

비주류 부문의 큰 폭 수익성 개선으로 어닝서프라이즈 기록

2020년 2분기 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 6,834억원(YoY +8.1%, QoQ +22.3%)과 643억원(YoY +27.3%, QoQ +69.9%)을 기록했다.

미국과 유럽에서의 코로나19 급격한 확산으로 이들 지역으로 향하는 건화물 해상물동량이 급격하게 감소했고 추가로 브라질의 코로나19 급격한 확산으로 철광석 수출 차질 우려가 확대되면서 건화물선 운임(BDI)이 5월까지 지속적으로 500을 하회한 결과 2분기 평균 BDI가 784포인트(YoY -21.3%, QoQ +32.4%)에 그치면서 건화물선부문 영업이익은 전년동기대비 4.1% 감소했다. 하지만 탱커선과 컨테이너선 부문의 큰 폭의 수익성 개선과 곡물사업 매출 확대로 전체 영업이익은 시장컨센서스인 528억원을 크게 상회했다. 공격적인 영업정책으로 용선선박 규모도 확대(1Q20 110척 → 2Q20 120척)되었다.

3분기는 건화물선 부문이 전체 수익성 개선 견인할 전망

6월부터 BDI가 급격하게 반등에 성공했고 7월초 한때 2,000포인트에 근접했다. 하지만 이후 단기 급등에 따른 부담과 중국 남부 지역의 대규모 홍수에 의한 철광석 수요 감소 우려로 조정에 들어갔고 8월 중순 현재 1,540포인트를 기록 중이다. 중국의 홍수로 단기적으로 건화물선 수요 둔화가 우려되나 중국 항만의 철광석 재고가 2017년 초반과 유사할 정도로 낮은 수준을 지속하고 있고 중국의 대규모 경기부양책에 따른 인프라투자 회복 전망을 감안하면 3분기 BDI는 강보합세를 기록할 전망이다. 3분기 평균 BDI 전망은 1,583포인트(YoY -22.0%, QoQ +102.1%)로 팬오션의 오픈되어 있는 사선 중심의 건화물선 수익성 개선이 기대된다.

투자의견 'BUY' 및 목표주가 5,000원 유지

팬오션에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 5,000원을 유지한다. BDI 급락에도 비주류 사업부문의 호조로 2분기에 양호한 실적을 기록한데 이어 하반기에는 BDI 상승에 따른 수익성 개선이 기대된다. 최근 몇 년간 신조 건화물선 발주 급감으로 현재 전체 운항중인 건화물선 선복량대비 발주잔량은 7%에 불과하다. 따라서 공급 확대에 따른 운임 하락 가능성은 제한적이고 중장기적으로 양호한 시장 흐름이 예상된다.

Earning Review

BUY

I TP(12M): 5,000원 I CP(8월 13일): 3,820원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,437.53
52주 최고/최저(원)	4,935/2,085
시가총액(십억원)	2,042.1
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	534,569.2
60일 평균 거래량(천주)	2,531.8
60일 평균 거래대금(십억원)	9.6
20년 배당금(예상,원)	0
20년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	11.07
주요주주 지분율(%)	
하림지주 외 25 인	54.90
국민연금공단	7.05

주가상승률	1M	6M	12M
절대	2.8	(5.0)	(12.4)
상대	(7.8)	(13.0)	(30.8)

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	2,613.5	2,912.5
영업이익(십억원)	204.7	245.9
순이익(십억원)	144.6	188.1
EPS(원)	280	362
BPS(원)	5,812	6,167

Stock Price

Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,668.4	2,467.9	2,610.8	3,025.2	3,181.0
영업이익	십억원	203.9	210.0	226.1	248.9	259.6
세전이익	십억원	149.0	148.3	151.5	167.6	170.9
순이익	십억원	152.4	151.9	153.1	167.8	171.1
EPS	원	285	284	286	314	320
증감률	%	6.3	(0.4)	0.7	9.8	1.9
PER	배	15.59	16.00	13.33	12.17	11.93
PBR	배	0.90	0.84	0.64	0.61	0.58
EV/EBITDA	배	8.83	8.27	13.78	12.41	12.03
ROE	%	6.06	5.49	5.03	5.11	4.95
BPS	원	4,946	5,400	5,991	6,305	6,625
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

2Q20 영업이익 643 (YoY +27.3%, QoQ +69.9%)으로 시장컨센서스 크게 상회

비주류 부문의 큰 폭 수익성 개선으로 어닝서프라이즈 기록

2020년 2분기 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 6,834억원(YoY +8.1%, QoQ +22.3%)과 643억원(YoY +27.3%, QoQ +69.9%)을 기록했다.

미국과 유럽에서의 코로나19 급격한 확산으로 이들 지역으로 향하는 건화물 해상물동량이 급격하게 감소했고 추가로 브라질의 코로나19 급격한 확산으로 철광석 수출 차질 우려가 확대되면서 5월까지 BDI가 지속적으로 500을 하회한 결과 2분기 평균 운임(BDI)가 784포인트(YoY -21.3%, QoQ +32.4%)에 그치면서 건화물선부문 영업이익은 전년동기대비 -4.1%를 기록했다. 하지만 탱커선과 컨테이너선 부문의 큰 폭의 수익성 개선과 곡물사업 매출 확대로 영업이익이 시장컨센서스인 528억원을 크게 상회했다. 동시에 공격적인 영업정책으로 용선선박 규모도 확대(1Q20 110척 → 2Q20 120척)되었다

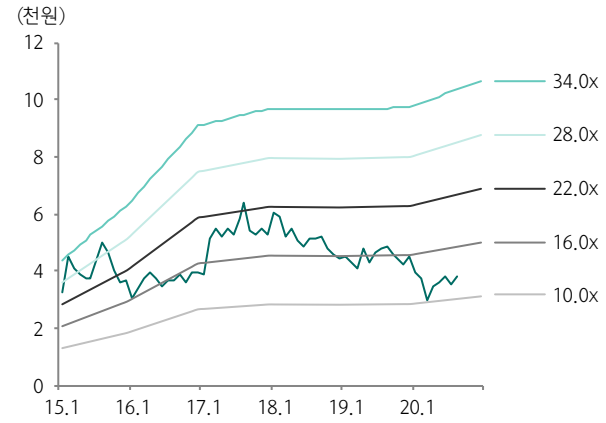
표 1. 팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
BDI(pt)	798	995	2,030	1,562	592	784	1,583	1,314	1,346	1,068	1,612
매출	534.8	632.3	682.2	618.7	558.8	683.4	701.8	666.8	2,467.9	2,610.8	3,025.2
영업이익	45.0	50.5	63.4	51.1	37.8	64.3	65.6	58.4	210.0	226.1	248.9
세전이익	28.3	37.0	55.0	27.9	20.2	42.4	55.4	33.5	148.3	151.5	167.6
순이익	28.1	36.9	54.8	27.9	19.9	42.3	55.3	33.5	147.7	151.0	167.3
영업이익률(%)	798	995	2,030	1,562	592	784	1,583	1,314	1,346	1,068	1,612
세전이익률(%)	534.8	632.3	682.2	618.7	558.8	683.4	701.8	666.8	2,467.9	2,610.8	3,025.2
순이익률(%)	45.0	50.5	63.4	51.1	37.8	64.3	65.6	58.4	210.0	226.1	248.9

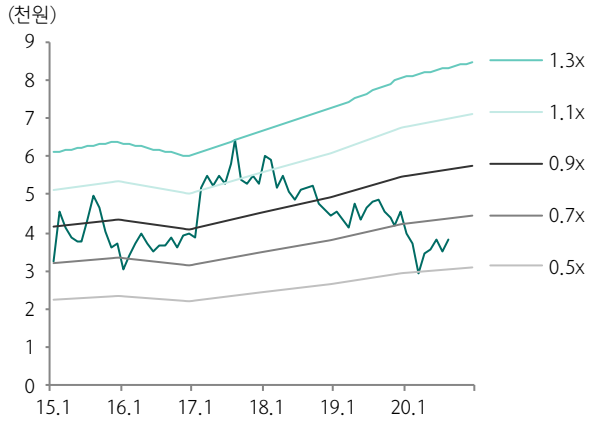
자료: 하나금융투자

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)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**2,668.4**	**2,467.9**	**2,610.8**	**3,025.2**	**3,181.0**
매출원가	2,390.3	2,180.1	2,306.2	2,688.0	2,828.5
매출총이익	278.1	287.8	304.6	337.2	352.5
판관비	74.1	77.8	78.6	88.3	92.9
영업이익	**203.9**	**210.0**	**226.1**	**248.9**	**259.6**
금융손익	(51.5)	(48.8)	(43.7)	(50.4)	(57.9)
종속/관계기업손익	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	(3.5)	(13.0)	(31.0)	(31.0)	(31.0)
세전이익	**149.0**	**148.3**	**151.5**	**167.6**	**170.9**
법인세	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3
계속사업이익	148.6	147.7	151.0	167.3	170.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**148.6**	**147.7**	**151.0**	**167.3**	**170.6**
비지배주주지분 순이익	(3.8)	(4.2)	(2.1)	(0.5)	(0.5)
지배주주순이익	**152.4**	**151.9**	**153.1**	**167.8**	**171.1**
지배주주지분포괄이익	254.5	242.6	316.6	168.2	171.5
NOPAT	203.5	209.3	225.4	248.5	259.2
EBITDA	372.3	412.9	226.1	248.9	259.6
성장성(%)					
매출액증가율	14.2	(7.5)	5.8	15.9	5.2
NOPAT증가율	5.8	2.9	7.7	10.2	4.3
EBITDA증가율	2.6	10.9	(45.2)	10.1	4.3
영업이익증가율	4.6	3.0	7.7	10.1	4.3
(지배주주)순익증가율	6.5	(0.3)	0.8	9.6	2.0
EPS증가율	6.3	(0.4)	0.7	9.8	1.9
수익성(%)					
매출총이익률	10.4	11.7	11.7	11.1	11.1
EBITDA이익률	14.0	16.7	8.7	8.2	8.2
영업이익률	7.6	8.5	8.7	8.2	8.2
계속사업이익률	5.6	6.0	5.8	5.5	5.4

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	285	284	286	314	320
BPS	4,946	5,400	5,991	6,305	6,625
CFPS	713	785	392	313	320
EBITDAPS	696	772	423	466	486
SPS	4,992	4,617	4,884	5,659	5,951
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	15.6	16.0	13.3	12.2	11.9
PBR	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
PCFR	6.2	5.8	9.7	12.2	12.0
EV/EBITDA	8.8	8.3	13.8	12.4	12.0
PSR	0.9	1.0	0.8	0.7	0.6
재무비율(%)					
ROE	6.1	5.5	5.0	5.1	5.0
ROA	3.8	3.5	3.3	3.3	3.2
ROIC	5.8	5.6	5.5	5.7	5.7
부채비율	54.8	53.6	53.0	51.6	52.3
순부채비율	33.6	33.5	33.0	30.6	30.1
이자보상배율(배)	3.7	3.8	0.0	0.0	0.0

대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**692.2**	**679.5**	**752.8**	**828.5**	**913.2**
금융자산	236.7	290.8	327.3	354.2	421.0
현금성자산	208.7	255.3	281.8	307.9	374.3
매출채권 등	145.4	135.0	145.5	162.5	168.7
재고자산	61.1	65.3	70.4	78.6	81.6
기타유동자산	249.0	188.4	209.6	233.2	241.9
비유동자산	**3,427.3**	**3,774.6**	**4,166.2**	**4,296.5**	**4,496.6**
투자자산	20.3	14.4	13.3	13.6	13.8
금융자산	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
유형자산	3,362.8	3,737.0	4,127.3	4,257.3	4,457.3
무형자산	8.6	7.8	7.8	7.8	7.8
기타비유동자산	35.6	15.4	17.8	17.8	17.7
자산총계	**4,119.5**	**4,454.2**	**4,918.9**	**5,125.0**	**5,409.8**
유동부채	**670.5**	**709.1**	**739.0**	**774.2**	**787.0**
금융부채	384.3	444.5	453.8	455.6	456.3
매입채무 등	202.6	184.5	198.8	222.1	230.6
기타유동부채	83.6	80.1	86.4	96.5	100.1
비유동부채	**788.6**	**845.5**	**965.6**	**969.2**	**1,070.6**
금융부채	746.1	816.7	934.5	934.5	1,034.5
기타비유동부채	42.5	28.8	31.1	34.7	36.1
부채총계	**1,459.1**	**1,554.6**	**1,704.6**	**1,743.4**	**1,857.6**
지배주주지분	**2,643.7**	**2,886.4**	**3,202.6**	**3,370.5**	**3,541.6**
자본금	534.6	534.6	534.6	534.6	534.6
자본잉여금	1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1
자본조정	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
기타포괄이익누계액	77.2	169.1	332.2	332.2	332.2
이익잉여금	85.2	236.0	389.1	557.0	728.1
비지배주주지분	**16.7**	**13.1**	**11.7**	**11.1**	**10.6**
자본총계	**2,660.4**	**2,899.5**	**3,214.3**	**3,381.6**	**3,552.2**
순금융부채	893.7	970.3	1,060.9	1,035.9	1,069.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

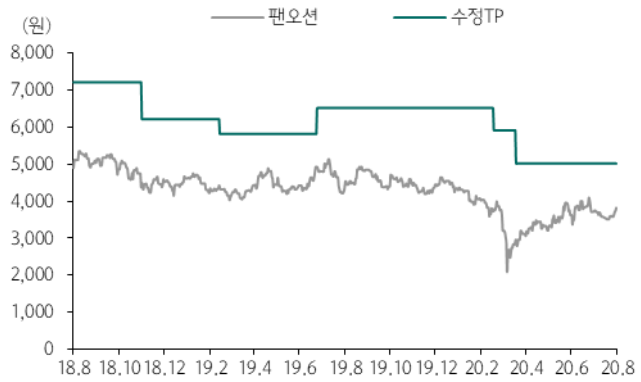
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**268.1**	**404.8**	**207.4**	**155.4**	**166.2**
당기순이익	148.6	147.7	151.0	167.3	170.6
조정	172.7	206.1	46.7	(0.0)	(0.0)
감가상각비	168.4	202.8	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	1.0	(1.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	3.4	4.4	46.7	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(53.2)	51.0	9.7	(11.9)	(4.4)
투자활동 현금흐름	**(126.6)**	**(213.0)**	**(143.5)**	**(131.2)**	**(200.4)**
투자자산감소(증가)	0.9	5.9	1.2	(0.4)	(0.1)
유형자산감소(증가)	(151.5)	(216.7)	(139.9)	(130.0)	(200.0)
기타	24.0	(2.2)	(4.8)	(0.8)	(0.3)
재무활동 현금흐름	**(149.1)**	**(152.0)**	**(52.1)**	**1.9**	**100.7**
금융부채증가(감소)	(92.3)	130.8	127.1	1.9	100.7
자본증가(감소)	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(57.8)	(282.8)	(179.2)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**1.1**	**46.6**	**26.5**	**26.1**	**66.5**
Unlevered CFO	381.3	419.6	209.8	167.6	170.9
Free Cash Flow	102.6	187.8	54.9	25.4	(33.8)

자료: 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

팬오션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.4.1	BUY	5,000		
20.3.2	BUY	5,900	-45.56%	-32.29%
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%
18.8.14	BUY	7,200	-30.36%	-25.56%

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	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 8월 13일

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 2020년 8월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2020년 8월 14일 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.