



하나금융그룹

2021년 1월 21일 | Equity Research

# 팬오션 (028670)

## 연초부터 BDI 강세 중

### 4분기 BDI 하락 불구하고, 양호한 영업실적 예상

2020년 4분기 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 6,205원 (YoY +0.3%, QoQ -2.2%)과 604억원(YoY +18.2%, QoQ -4.0%)을 기록할 전망이다.

1) 10월초 2,000포인트까지 상승했던 건화물선 운임(BDI)이 이후 약세로 전환하면서 4분기 평균 BDI는 1,362포인트(YoY -12.8%, QoQ -10.5%)에 그쳤다. 또한 2) 원/달러 환율 하락(QoQ -5.7%)으로 달러를 기능통화로 사용하는 팬오션 실적에 부정적으로 작용했다. 하지만 3) 물동량 증가(QoQ +6.4%)로 영업이익은 시장컨센서스인 605억원에 부합할 것으로 예상된다. 참고로 BDI 하락으로 4분기에도 용선영업에 공격적이지 않았고 용선선대는 3분기말과 비슷한 120척이 유지된 것으로 추정된다.

### 연초부터 BDI 급반등 성공

10월초 고점 이후 하락세를 지속했던 BDI가 12월 중순부터 반등에 성공했고 1월 중순 현재 1,766포인트를 기록 중이다.

1) 중국정부의 동절기 전력난 극복을 위한 석탄 수입 쿼터 해제(호주산 수입규제는 지속), 2) 중국을 제외한 일본, 대만 등 기타 동아시아 국가들의 철광석 수입 증가, 3) 호주의 철광석 수출 확대, 4) 동아시아 한파로 항만 작업 차질 발생 등이 운임 상승의 원인으로 작용했다. 단기적으로는 한파 이후 항만 조업 정상화와 중국 석탄 수입 감소 및 호주와 브라질의 급격한 기후변화에 따른 공급 차질 등으로 BDI 조정 가능성성이 높다. 하지만 연간으로는 중국을 제외한 기타 국가들의 철광석 수입 확대와 전세계 제조업 가동률 상승에 따른 산업용 발전 수요 회복으로 석탄 물동량이 큰 폭으로 증가하면서 BDI 강세를 견인할 전망이다.

### 투자의견 'BUY'와 목표주가 6,000원 유지

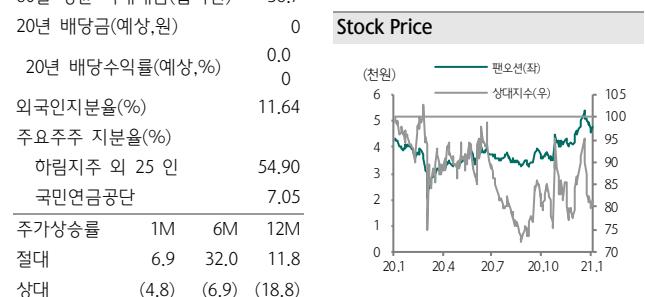
팬오션에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 6,000원을 유지한다. 4분기 양호한 실적에 이어 올해 1분기에도 예상밖의 BDI 급등으로 추가 수익성 개선이 기대된다. 1분기뿐만 아니라 2021년 연간으로도 견화물선 해상물동량의 기저효과와 제한적인 선복량 증가 전망을 감안 시, 수익성 개선이 지속될 전망이다.

### Earnings Preview

**BUY**

| TP(12M): 6,000원 | CP(1월20일): 4,790원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	3,114.55		
52주 최고/최저(원)	5,430/2,085	매출액(십억원)	2,496.3 2,702.1
시가총액(십억원)	2,560.6	영업이익(십억원)	225.5 250.6
시가총액비중(%)	0.12	순이익(십억원)	148.9 194.5
발행주식수(천주)	534,569.5	EPS(원)	283 368
60일 평균 거래량(천주)	8,229,53 0.4	BPS(원)	5,786 6,137
60일 평균 거래대금(십억원)	36.7		
20년 배당금(예상,원)	0		
20년 배당수익률(예상,%)	0.0 0		
외국인지분율(%)	11.64		
주요주주 지분율(%)			
하림지주 외 25 인	54.90		
국민연금공단	7.05		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	6.9 32.0 11.8		
상대	(4.8) (6.9) (18.8)		



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,668.4	2,467.9	2,497.2	2,966.2	3,243.3
영업이익	십억원	203.9	210.0	225.4	261.7	296.7
세전이익	십억원	149.0	148.3	147.5	195.5	224.6
순이익	십억원	152.4	151.9	147.6	192.1	220.7
EPS	원	285	284	276	359	413
증감율	%	6.34	(0.35)	(2.82)	30.07	15.04
PER	배	15.60	16.00	18.19	13.44	11.68
PBR	배	0.90	0.84	0.87	0.79	0.74
EV/EBITDA	배	8.83	8.27	17.74	14.73	12.96
ROE	%	6.06	5.49	4.95	6.05	6.53
BPS	원	4,946	5,400	5,757	6,117	6,530
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박성봉

02-3771-7774

sbpark@hanafn.com

RA 김도연  
02-3771-3674  
dohkim@hanafn.com

하나금융투자

4Q20 영업이익 604억원  
(YoY +18.2%, QoQ -4.0%)으로  
컨센서스 부합 예상

#### 4분기 BDI 하락 불구, 양호한 영업실적 예상

2020년 4분기 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 6,205원(YoY +0.3%, QoQ -2.2%)과 604억원(YoY +18.2%, QoQ -4.0%)을 기록할 전망이다.

1) 10월초 2,000포인트까지 상승했던 건화물선 운임(BDI)이 이후 약세로 전환하면서 4분기 평균 BDI는 1,362포인트(YoY -12.8%, QoQ -10.5%)에 그쳤다. 또한 2) 원/달러 환율 하락(QoQ -5.7%)으로 달러를 기준통화로 사용하는 팬오션 실적에 부정적으로 작용했다. 하지만 3) 물동량 증가(QoQ +6.4%)로 영업이익은 시장컨센서스인 605억원에 부합할 것으로 예상된다. 참고로 BDI 하락으로 4분기에도 용선영업에 공격적이지 않았고 용선선대는 3분기말과 비슷한 120척이 유지된 것으로 추정된다.

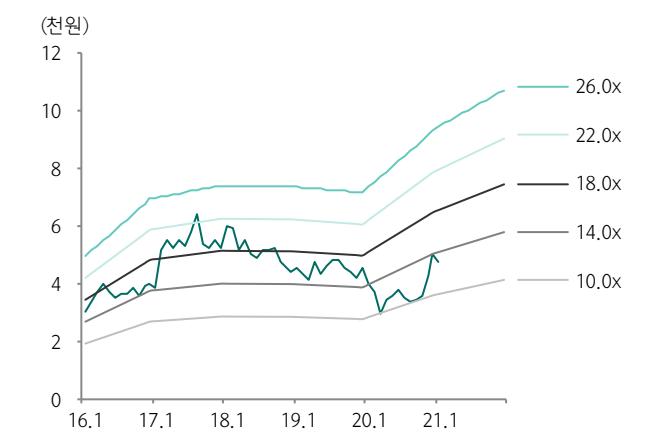
표 1. 팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
BDI(pt)	592	784	1,522	1,361	1,616	1,685	1,900	1,657	1,346	1,065	1,714
매출	558.8	683.4	634.4	620.5	633.3	808.6	803.5	720.8	2,467.9	2,497.2	2,966.2
영업이익	37.8	64.3	62.9	60.4	61.8	66.4	69.5	63.9	210.0	225.4	261.7
세전이익	20.2	42.4	42.8	42.2	55.3	47.4	48.2	44.6	148.3	147.5	195.5
순이익	19.9	42.3	42.1	41.4	54.3	46.6	47.4	43.8	147.7	145.8	192.1
영업이익률(%)	6.8	9.4	9.9	9.7	9.8	8.2	8.6	8.9	8.5	9.0	8.8
세전이익률(%)	3.6	6.2	6.8	6.8	8.7	5.9	6.0	6.2	6.0	5.9	6.6
순이익률(%)	3.6	6.2	6.6	6.7	8.6	5.8	5.9	6.1	6.0	5.8	6.5

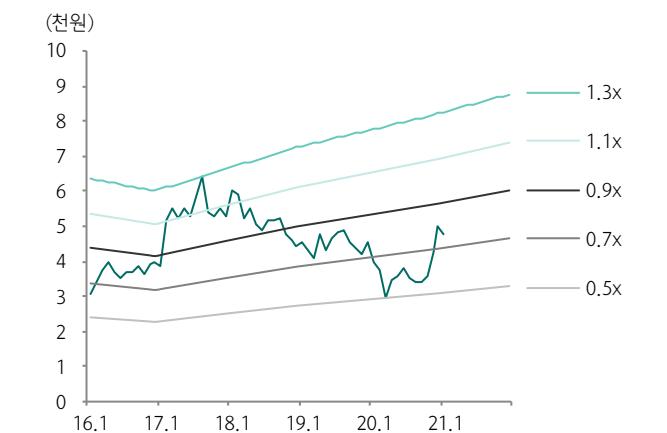
자료: 하나금융투자

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)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>		<b>2,668.4</b>	<b>2,467.9</b>	<b>2,497.2</b>	<b>2,966.2</b>	<b>3,243.3</b>
매출원가		2,390.3	2,180.1	2,196.4	2,617.6	2,851.6
매출총이익		278.1	287.8	300.8	348.6	391.7
판관비		74.1	77.8	75.4	86.9	95.0
<b>영업이익</b>		<b>203.9</b>	<b>210.0</b>	<b>225.4</b>	<b>261.7</b>	<b>296.7</b>
금융손익		(51.5)	(48.8)	(40.5)	(45.8)	(51.6)
증속/판계기업손익		0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		(3.5)	(13.0)	(37.5)	(20.4)	(20.4)
<b>세전이익</b>		<b>149.0</b>	<b>148.3</b>	<b>147.5</b>	<b>195.5</b>	<b>224.6</b>
법인세		0.3	0.5	1.8	3.4	3.9
계속사업이익		148.6	147.7	145.8	192.1	220.8
증단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>		<b>148.6</b>	<b>147.7</b>	<b>145.8</b>	<b>192.1</b>	<b>220.8</b>
비지배주주지분 순이익		(3.8)	(4.2)	(1.8)	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>		<b>152.4</b>	<b>151.9</b>	<b>147.6</b>	<b>192.1</b>	<b>220.7</b>
지배주주지분포괄이익		254.5	242.6	193.6	192.1	220.8
NOPAT		203.5	209.3	222.8	257.2	291.6
EBITDA		372.3	412.9	225.4	261.7	296.7
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율		14.22	(7.51)	1.19	18.78	9.34
NOPAT증가율		5.77	2.85	6.45	15.44	13.37
EBITDA증가율		2.56	10.91	(45.41)	16.10	13.37
영업이익증가율		4.56	2.99	7.33	16.10	13.37
(지배주주)순이익증가율		6.50	(0.33)	(2.83)	30.15	14.89
EPS증가율		6.34	(0.35)	(2.82)	30.07	15.04
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률		10.42	11.66	12.05	11.75	12.08
EBITDA이익률		13.95	16.73	9.03	8.82	9.15
영업이익률		7.64	8.51	9.03	8.82	9.15
계속사업이익률		5.57	5.98	5.84	6.48	6.81

투자지표		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>						
EPS		285	284	276	359	413
BPS		4,946	5,400	5,757	6,117	6,530
CFPS		713	785	814	366	420
EBITDAPS		696	772	422	490	555
SPS		4,992	4,617	4,671	5,549	6,067
DPS		0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>						
PER		15.60	16.00	18.19	13.44	11.68
PBR		0.90	0.84	0.87	0.79	0.74
PCFR		6.23	5.79	6.17	13.18	11.49
EV/EBITDA		8.83	8.27	17.74	14.73	12.96
PSR		0.89	0.98	1.07	0.87	0.80
<b>재무비율(%)</b>						
ROE		6.06	5.49	4.95	6.05	6.53
ROA		3.80	3.54	3.14	3.78	4.10
ROIC		5.86	5.63	5.40	5.77	6.29
부채비율		54.84	53.62	61.10	59.17	58.98
순부채비율		33.59	33.46	42.76	38.99	36.20
이자보상배율(배)		3.75	3.81	0.00	0.00	0.00

자료: 하나금융투자

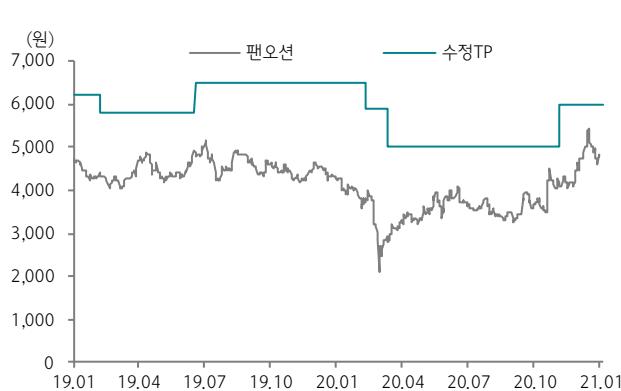
대차대조표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>		<b>692.2</b>	<b>679.5</b>	<b>696.8</b>	<b>812.5</b>	<b>957.3</b>
금융자산		236.7	290.8	245.3	289.0	401.4
현금성자산		208.7	255.3	205.2	247.8	359.8
매출채권		142.9	131.4	131.8	153.1	162.7
재고자산		61.1	65.3	65.5	76.1	80.9
기타유동자산		251.5	192.0	254.2	294.3	312.3
<b>비유동자산</b>		<b>3,427.3</b>	<b>3,774.6</b>	<b>4,262.1</b>	<b>4,392.5</b>	<b>4,592.7</b>
투자자산		20.3	14.4	12.9	13.4	13.6
금융자산		18.1	12.1	10.6	10.7	10.7
유형자산		3,362.8	3,737.0	4,213.9	4,343.9	4,543.9
무형자산		8.6	7.8	7.3	7.3	7.3
기타비유동자산		35.6	15.4	28.0	27.9	27.9
<b>자산총계</b>		<b>4,119.5</b>	<b>4,454.2</b>	<b>4,958.9</b>	<b>5,205.0</b>	<b>5,550.0</b>
<b>유동부채</b>		<b>670.5</b>	<b>709.1</b>	<b>572.2</b>	<b>621.5</b>	<b>643.7</b>
금융부채		384.3	444.5	281.8	284.3	285.3
매입채무		126.5	120.2	120.6	140.0	148.8
기타유동부채		159.7	144.4	169.8	197.2	209.6
<b>비유동부채</b>		<b>788.6</b>	<b>845.5</b>	<b>1,308.6</b>	<b>1,313.3</b>	<b>1,415.4</b>
금융부채		<b>746.1</b>	<b>816.7</b>	<b>1,279.6</b>	<b>1,279.6</b>	<b>1,379.6</b>
기타비유동부채		42.5	28.8	29.0	33.7	35.8
<b>부채총계</b>		<b>1,459.1</b>	<b>1,554.6</b>	<b>1,880.8</b>	<b>1,934.8</b>	<b>2,059.1</b>
<b>지배주주지분</b>		<b>2,643.7</b>	<b>2,886.4</b>	<b>3,077.6</b>	<b>3,269.8</b>	<b>3,490.5</b>
자본금		<b>534.6</b>	<b>534.6</b>	<b>534.6</b>	<b>534.6</b>	<b>534.6</b>
자본잉여금		1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1
자본조정		4.6	4.6	2.3	2.3	2.3
기타포괄이익누계액		77.2	169.1	215.1	215.1	215.1
이익잉여금		85.2	236.0	383.6	575.7	796.4
<b>비지배주주지분</b>		<b>16.7</b>	<b>13.1</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>
<b>자본총계</b>		<b>2,660.4</b>	<b>2,899.5</b>	<b>3,078.0</b>	<b>3,270.2</b>	<b>3,490.9</b>
순금용부채		893.7	970.3	1,316.2	1,274.9	1,263.6

현금흐름표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>268.1</b>	<b>404.8</b>	<b>347.4</b>	<b>173.6</b>	<b>212.4</b>
당기순이익		148.6	147.7	145.8	192.1	220.8
조정		17	21	25	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		(152.3)	(180.7)	25.0	0.0	0.0
영업활동자산부채변동		(53.2)	51.0	(48.8)	(18.6)	(8.4)
<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>(126.6)</b>	<b>(213.0)</b>	<b>(303.8)</b>	<b>(131.6)</b>	<b>(200.7)</b>
투자자산감소(증가)		0.9	5.9	1.5	(0.5)	(0.2)
자본증가(감소)		(151.5)	(216.7)	(260.9)	(130.0)	(200.0)
기타		24.0	(2.2)	(44.4)	(1.1)	(0.5)
<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>(149.1)</b>	<b>(152.0)</b>	<b>(70.8)</b>	<b>2.4</b>	<b>101.1</b>
금융부채증가(감소)		(92.3)	130.8	300.3	2.4	101.1
자본증가(감소)		1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(57.8)	(282.8)	(371.1)	0.0	0.0
배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>		<b>1.1</b>	<b>46.6</b>	<b>(50.1)</b>	<b>42.6</b>	<b>112.0</b>
Unlevered CFO		381.3	419.6	435.2	195.5	224.6
Free Cash Flow		102.6	187.8	73.3	43.6	12.4



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 팬오션



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.11.26	BUY	6,000		
20.4.1	BUY	5,000	-27.89%	-9.80%
20.3.2	BUY	5,900	-46.24%	-32.29%
19.7.8	BUY	6,500	-31.60%	-20.92%
19.2.27	BUY	5,800	-24.22%	-15.00%
18.11.14	BUY	6,200	-27.80%	-23.31%

## 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	91.79%	8.21%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 01월 18일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 입력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 1월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2021년 1월 21일 현재 해당회사의 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 일어진 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.