



팬오션 (028670)

본격적인 업황 회복 사이클 진입

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 7,000원

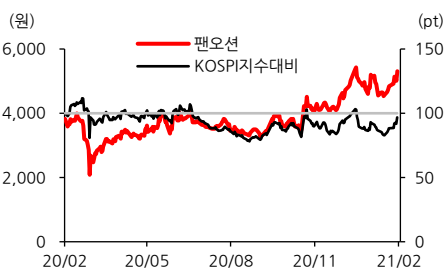
| | |
|-----------------|----------------|
| 현재 주가(2/22) | 5,720원 |
| 상승여력 | ▲22.4% |
| 시가총액 | 30,577억원 |
| 발행주식수 | 534,570천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 5,720 / 2,085원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 304.09억원 |
| 외국인 지분율 | 11.7% |
| 주주 구성 | |
| 하림지주 (외 23 인) | 54.9% |
| 국민연금공단 (외 1 인) | 7.1% |
| 팬오션우리스주 (외 1 인) | 0.0% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|------|------|------|------|
| 절대수익률 | 11.7 | 41.2 | 64.1 | 49.5 |
| 상대수익률(KOSPI) | 13.7 | 20.6 | 30.5 | 7.1 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2019 | 2020P | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,468 | 2,497 | 2,775 | 2,971 |
| 영업이익 | 210 | 225 | 258 | 274 |
| EBITDA | 413 | 280 | 477 | 495 |
| 지배주주순이익 | 152 | 92 | 185 | 204 |
| EPS | 284 | 173 | 347 | 381 |
| 순차입금 | 970 | 1,408 | 1,323 | 1,184 |
| PER | 16.0 | 23.4 | 16.5 | 15.0 |
| PBR | 0.8 | 0.7 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 8.2 | 12.8 | 9.2 | 8.6 |
| 배당수익률 | n/a | 1.2 | 0.9 | 0.9 |
| ROE | 5.5 | 3.1 | 6.0 | 6.2 |

주가 추이



2021년 글로벌 경기회복에 힘입어 벌크 업황도 본격적인 회복 사이클에 진입할 것으로 전망합니다. 올해 적극적인 용선선대 확대 전략을 구사할 동사의 수혜에 주목할 시점으로 판단합니다.

본격적인 업황 회복 사이클 진입

최근 BDI는 계절적인 비수기임에도 불구하고 평균 1,500pt를 상회하며 1분기 기준 2010년 이후 최고치를 기록하고 있다. 작년 연말 한파로 북중국 항만 결빙에 따른 선박공백 및 최근 건조한 남미 곡물수요와 춘절 이후 철광석 수요 회복 기대감으로 Capesize, Panamax 선종 성악이 활발하게 체결된 점이 시황 강세의 주 요인이다. 2021년 글로벌 경기 회복에 따른 수요 개선과, 발주 공백으로 인한 공급 둔화로 수급이 개선되며 본격적인 업황 회복 사이클에 진입할 것으로 전망한다.

1Q21 영업이익 615억원(+62.7% YoY) 전망

동사의 1분기 영업이익은 615억원(+62.7% YoY, +2.2% QoQ)으로 전망한다. 1) 1Q21 평년보다 높은 1,500pt 수준의 BDI 레벨과, 2) 컨테이너 시황 강세로 컨선부문의 이익도 4분기 수준과 유사할 것으로 예상되기 때문이다. 1월 장기운송계약 선박 1척(325k VLOC)이 인도되는 점도 실적에 긍정적이다. 시황호조를 반영한 올해 연간 영업이익은 2,577억원(+14.4% YoY)으로 전망한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 7,000원으로 상향

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 5,500원에서 7,000원으로 27.3% 상향 조정한다. 목표주가는 2021년 BPS 5,961원에 2017년 경기 회복 사이클 당시 받았던 P/B 1.18배를 적용해 산출했다. 1) 본격적인 업황 회복 사이클에 진입한 점, 2) 공격적인 용선선대 확대로 활동성을 높여 시황 상승만큼 이익 개선을 시현할 것으로 기대되는 점이 목표배수 상향의 주 요인이다. Shell과 체결한 LNG 계약 레퍼런스를 통해 추가적인 LNG 수주 가능성이 높아진 점도 긍정적이다.

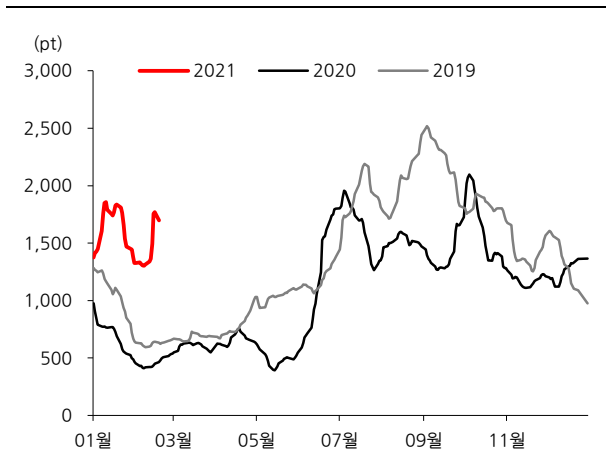
[표1] 팬오션 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

| 구분 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20P | 1Q21E | 2Q21E | 3Q21E | 4Q21E | 2019 | 2020P | 2021E |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 559 | 683 | 634 | 621 | 635 | 686 | 729 | 725 | 2,468 | 2,497 | 2,775 |
| 벌크선 | 432 | 414 | 438 | 458 | 514 | 564 | 585 | 585 | 1,836 | 1,743 | 2,248 |
| 컨테이너선 | 56 | 68 | 57 | 66 | 58 | 57 | 57 | 54 | 219 | 247 | 226 |
| 탱커선 | 39 | 41 | 33 | 30 | 34 | 40 | 60 | 60 | 135 | 143 | 194 |
| 기타선종 | 4 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 24 | 15 | 15 |
| 곡물 | 32 | 169 | 124 | 51 | 58 | 54 | 56 | 55 | 296 | 377 | 224 |
| 영업이익 | 38 | 64 | 63 | 60 | 62 | 63 | 72 | 61 | 210 | 225 | 258 |
| 영업이익률(%) | 6.8 | 9.4 | 9.9 | 9.7 | 9.7 | 9.2 | 9.9 | 8.4 | 8.5 | 9.0 | 9.3 |
| 순이익 | 20 | 42 | 42 | -14 | 44 | 45 | 54 | 42 | 148 | 91 | 186 |
| 순이익률(%) | 3.6 | 6.2 | 6.6 | -2.2 | 7.0 | 6.5 | 7.4 | 5.8 | 6.0 | 3.6 | 6.7 |
| YoY(%) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 4.5 | 8.1 | -7.0 | 0.3 | 13.6 | 0.4 | 14.9 | 16.8 | -7.5 | 1.2 | 11.1 |
| 벌크선 | 4.1 | -3.6 | -13.6 | -5.3 | 18.9 | 36.2 | 33.5 | 27.7 | -9.5 | -5.1 | 29.0 |
| 컨테이너선 | -5.5 | 11.8 | 31.6 | 18.0 | 3.4 | -15.9 | -0.3 | -17.0 | -4.9 | 12.6 | -8.2 |
| 탱커선 | 28.2 | 30.2 | -9.1 | -17.7 | -11.7 | -2.4 | 83.2 | 96.5 | 8.2 | 6.1 | 35.8 |
| 기타선 | -42.2 | -56.6 | -10.9 | -27.3 | -3.0 | 10.4 | -0.5 | 4.1 | -18.7 | -38.1 | 2.5 |
| 곡물 | -3.9 | 40.4 | 29.0 | 13.2 | 78.7 | -67.9 | -54.7 | 8.4 | -6.4 | 27.5 | -40.6 |
| 영업이익 | -15.9 | 27.3 | -0.8 | 17.8 | 62.7 | -2.1 | 15.1 | 1.1 | 3.0 | 7.2 | 14.4 |
| 순이익 | -29.1 | 14.5 | -23.1 | 적전 | 121.9 | 6.3 | 28.4 | 흑전 | -0.6 | -38.6 | 104.5 |

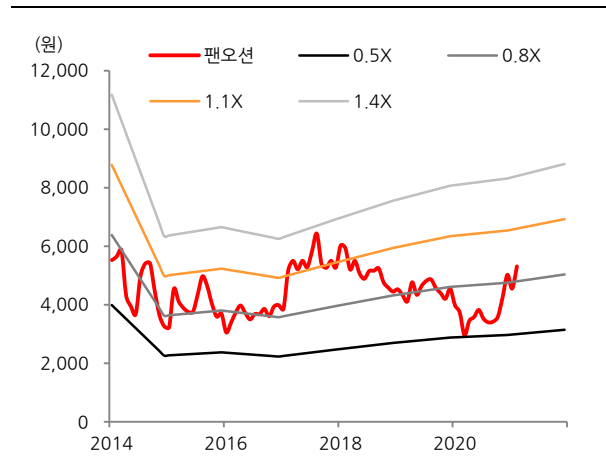
자료: 팬오션, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] BDI(Baltic Exchange Dry Index) 추이



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 팬오션 12M Fwd P/B 밴드차트



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021E | 2022E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,668 | 2,468 | 2,497 | 2,775 | 2,971 |
| 매출총이익 | 278 | 288 | 302 | 345 | 368 |
| 영업이익 | 204 | 210 | 225 | 258 | 274 |
| EBITDA | 372 | 413 | 280 | 477 | 495 |
| 순이자손익 | -51 | -50 | -3 | -11 | -7 |
| 외화관련손익 | -1 | -1 | 0 | 1 | 1 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 149 | 148 | 92 | 186 | 205 |
| 당기순이익 | 149 | 148 | 91 | 185 | 204 |
| 지배주주순이익 | 152 | 152 | 92 | 185 | 204 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | 14.2 | -7.5 | 1.2 | 11.1 | 7.0 |
| 영업이익 | 4.6 | 3.0 | 7.2 | 14.4 | 6.3 |
| EBITDA | 2.6 | 10.9 | -32.3 | 70.5 | 3.8 |
| 순이익 | 5.2 | -0.6 | -38.6 | 104.3 | 10.0 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 10.4 | 11.7 | 12.1 | 12.4 | 12.4 |
| 영업이익률 | 7.6 | 8.5 | 9.0 | 9.3 | 9.2 |
| EBITDA 이익률 | 14.0 | 16.7 | 11.2 | 17.2 | 16.7 |
| 세전이익률 | 5.6 | 6.0 | 3.7 | 6.7 | 6.9 |
| 순이익률 | 5.6 | 6.0 | 3.6 | 6.7 | 6.9 |

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021E | 2022E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업현금흐름 | 268 | 405 | 328 | 365 | 420 |
| 당기순이익 | 149 | 148 | 91 | 185 | 204 |
| 자산상각비 | 168 | 203 | 54 | 219 | 221 |
| 운전자본증감 | -53 | 51 | -27 | -40 | -5 |
| 매출채권 감소(증가) | -22 | 9 | 27 | -29 | -6 |
| 재고자산 감소(증가) | -8 | -2 | -1 | -12 | -5 |
| 매입채무 증가(감소) | -4 | -15 | -95 | 13 | 9 |
| 투자현금흐름 | -127 | -213 | -398 | -259 | -259 |
| 유형자산처분(취득) | -151 | -217 | -282 | -259 | -259 |
| 무형자산 감소(증가) | 0 | 1 | -1 | 0 | 0 |
| 투자자산 감소(증가) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 재무현금흐름 | -149 | -152 | -75 | -121 | -121 |
| 차입금의 증가(감소) | -149 | -152 | -75 | -100 | -100 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | -21 | -21 |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | 0 | -21 | -21 |
| 총현금흐름 | 381 | 420 | 393 | 404 | 425 |
| (-)운전자본증가(감소) | 39 | -45 | 27 | 40 | 5 |
| (-)설비투자 | 165 | 217 | 295 | 259 | 259 |
| (+)자산매각 | 14 | 1 | 13 | 0 | 0 |
| Free Cash Flow | 191 | 249 | 84 | 106 | 161 |
| (-)기타투자 | -10 | -8 | 115 | 0 | 0 |
| 잉여현금 | 201 | 258 | -31 | 106 | 161 |
| NOPLAT | 203 | 209 | 222 | 257 | 273 |
| (+) Dep | 168 | 203 | 54 | 219 | 221 |
| (-)운전자본투자 | 39 | -45 | 27 | 40 | 5 |
| (-)Capex | 165 | 217 | 295 | 259 | 259 |
| OpFCF | 168 | 240 | -45 | 177 | 230 |

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021E | 2022E |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산 | 692 | 680 | 529 | 587 | 647 |
| 현금성자산 | 237 | 291 | 149 | 134 | 173 |
| 매출채권 | 145 | 135 | 128 | 156 | 162 |
| 재고자산 | 61 | 65 | 59 | 71 | 75 |
| 비유동자산 | 3,427 | 3,775 | 4,308 | 4,348 | 4,386 |
| 투자자산 | 63 | 30 | 120 | 120 | 120 |
| 유형자산 | 3,363 | 3,737 | 4,181 | 4,221 | 4,259 |
| 무형자산 | 9 | 8 | 7 | 7 | 7 |
| 자산총계 | 4,119 | 4,454 | 4,837 | 4,934 | 5,033 |
| 유동부채 | 671 | 709 | 506 | 490 | 456 |
| 매입채무 | 137 | 136 | 103 | 115 | 124 |
| 유동성이자부채 | 384 | 444 | 277 | 227 | 177 |
| 비유동부채 | 789 | 846 | 1,308 | 1,258 | 1,208 |
| 비유동이자부채 | 746 | 817 | 1,280 | 1,230 | 1,180 |
| 부채총계 | 1,459 | 1,555 | 1,814 | 1,748 | 1,664 |
| 자본금 | 535 | 535 | 535 | 535 | 535 |
| 자본잉여금 | 1,942 | 1,942 | 1,942 | 1,942 | 1,942 |
| 이익잉여금 | 85 | 236 | 328 | 492 | 675 |
| 자본조정 | 82 | 174 | 217 | 217 | 217 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 2,660 | 2,900 | 3,023 | 3,187 | 3,369 |

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021E | 2022E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 285 | 284 | 173 | 347 | 381 |
| BPS | 4,946 | 5,400 | 5,654 | 5,961 | 6,302 |
| DPS | 0 | 0 | 50 | 50 | 50 |
| CFPS | 713 | 785 | 735 | 756 | 795 |
| ROA(%) | 3.8 | 3.5 | 2.0 | 3.8 | 4.1 |
| ROE(%) | 6.1 | 5.5 | 3.1 | 6.0 | 6.2 |
| ROIC(%) | 5.9 | 5.7 | 5.4 | 5.7 | 6.0 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | 15.6 | 16.0 | 23.4 | 16.5 | 15.0 |
| PBR | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 1.0 | 0.9 |
| PSR | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 1.1 | 1.0 |
| PCR | 6.2 | 5.8 | 5.5 | 7.6 | 7.2 |
| EV/EBITDA | 8.8 | 8.2 | 12.8 | 9.2 | 8.6 |
| 배당수익률 | n/a | n/a | 1.2 | 0.9 | 0.9 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 54.8 | 53.6 | 60.0 | 54.8 | 49.4 |
| Net debt/Equity | 33.6 | 33.5 | 46.6 | 41.5 | 35.1 |
| Net debt/EBITDA | 240.0 | 235.0 | 503.5 | 277.7 | 239.2 |
| 유동비율 | 103.2 | 95.8 | 104.5 | 119.8 | 142.0 |
| 이자보상배율(배) | 3.7 | 3.8 | 58.3 | 17.1 | 23.1 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | 92.2 | 92.3 | 94.3 | 94.7 | 94.0 |
| 현금+투자자산 | 7.8 | 7.7 | 5.7 | 5.3 | 6.0 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 29.8 | 30.3 | 34.0 | 31.4 | 28.7 |
| 자기자본 | 70.2 | 69.7 | 66.0 | 68.6 | 71.3 |

[Compliance Notice]

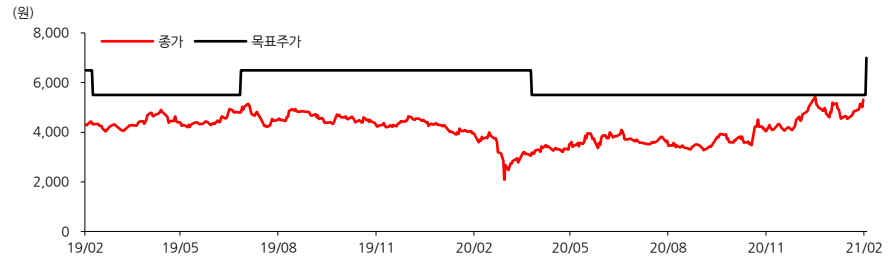
(공표일: 2021년 2월 23일)

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 | 2019.02.27 | 2019.07.16 | 2019.08.14 | 2019.09.24 | 2019.11.13 |
| 투자의견 | 투자등급변경 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | | 5,500 | 6,500 | 6,500 | 6,500 | 6,500 |
| 일 시 | 2019.12.02 | 2020.01.14 | 2020.03.02 | 2020.04.14 | 2020.05.14 | 2020.07.03 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 6,500 | 6,500 | 6,500 | 5,500 | 5,500 | 5,500 |
| 일 시 | 2020.07.21 | 2020.08.14 | 2020.11.04 | 2021.02.23 | | |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | | |
| 목표가격 | 5,500 | 5,500 | 5,500 | 7,000 | | |

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2019.02.27 | Buy | 5,500 | -19.62 | -10.36 |
| 2019.07.16 | Buy | 6,500 | -35.08 | -20.92 |
| 2020.04.14 | Buy | 5,500 | -28.64 | 4.00 |
| 2020.02.23 | Buy | 7,000 | | |

[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 12월 31일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 95.2% | 4.8% | 0.0% | 100.0% |