



팬오션 (028670)

본격적인 업황 회복 사이클 진입

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 7,000원

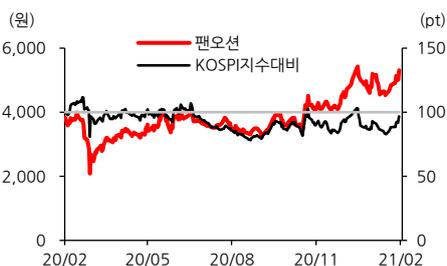
현재 주가(2/22)	5,720원
상승여력	▲22.4%
시가총액	30,577억원
발행주식수	534,570천주
52 주 최고가 / 최저가	5,720 / 2,085원
90 일 일평균 거래대금	304.09억원
외국인 지분율	11.7%
주주 구성	
하림지주 (외 23 인)	54.9%
국민연금공단 (외 1 인)	7.1%
팬오션우리스주 (외 1 인)	0.0%

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.

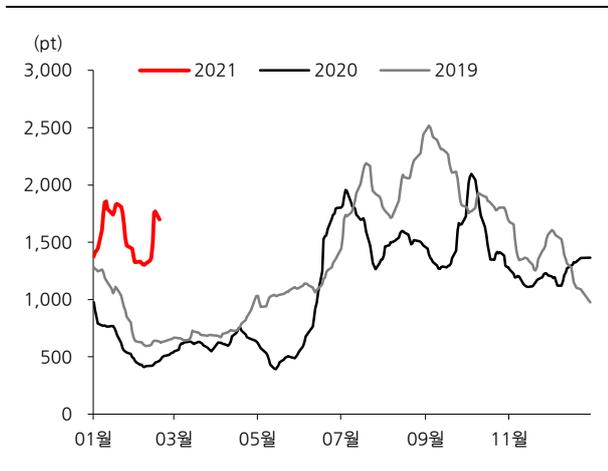
[표1] 팬오션 분기별 실적 추이

(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

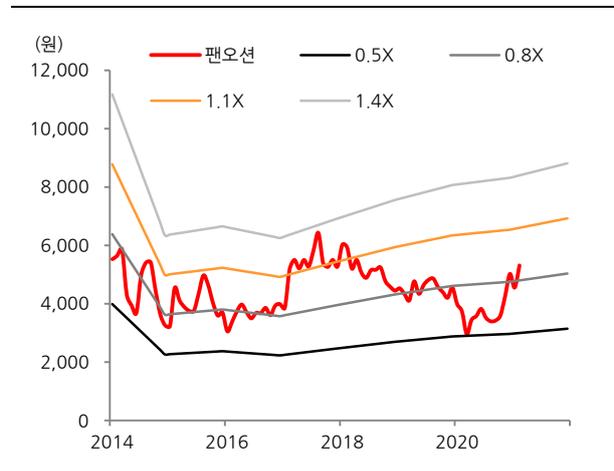
자료: 팬오션, 한화투자증권 리서치센터

[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]

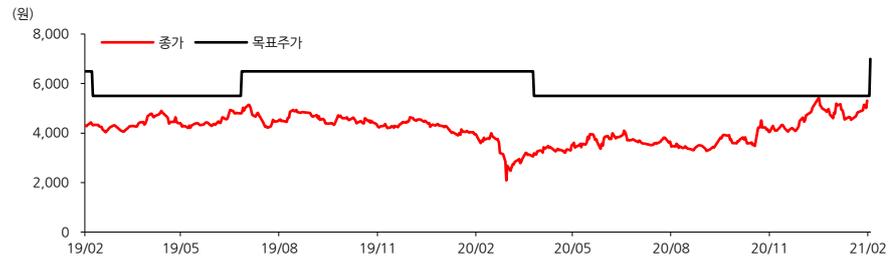
(공표일: 2021년 2월 23일)

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%