



# 팬오션 (028670)

선대 운용전략 변화가 견인하는 실적개선!

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 5,500원

현재 주가(7/2)	3,835원
상승여력	▲43.4%
시가총액	20,501억원
발행주식수	534,569천주
52 주 최고가 / 최저가	5,140 / 2,085원
90 일 일평균 거래대금	100.52억원
외국인 지분율	11.4%

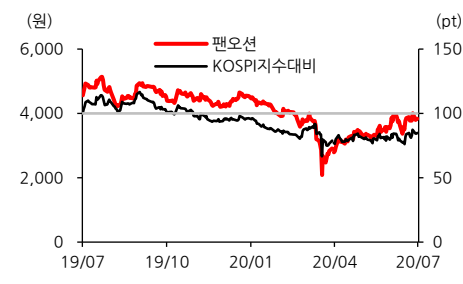
주주 구성	
하림지주 (외 26 인)	54.9%
국민연금공단 (외 1 인)	7.1%
팬오션우리사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.8	35.5	-14.0	-15.9
상대수익률(KOSPI)	3.5	11.7	-12.2	-16.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,468	2,543	2,703	2,774
영업이익	210	221	246	252
EBITDA	413	385	466	473
지배주주순이익	152	156	175	178
EPS	284	293	327	332
순차입금	970	1,107	991	868
PER	16.0	13.1	11.7	11.5
PBR	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.2	8.2	6.5	6.2
배당수익률	n/a	1.0	1.0	1.0
ROE	5.5	5.1	5.3	5.2

**주가 추이**



동사는 올해들어 용선선대를 공격적으로 확대하면서 2분기 시장기대를 상회하는 실적을 기록할 전망이다. 이 같은 선대 운용전략의 변화는 동사 기업가치를 더욱 높일 수 있는 긍정적인 변화라고 판단합니다.

**2분기 영업이익 시장기대치 상회할 전망**

동사의 2분기 영업이익은 512억원(+1.4% YoY, +35.4% QoQ)을 기록하며 시장기대치 455억원을 상회할 전망이다. 2분기 평균 BDI가 780pt 수준에 머물렀음에도 불구하고, 1) 공격적인 용선선대 확대(4Q19 88척 → 1Q20 110척 → 5월 140척)를 통한 외형성장과, 2) 유가 급락에 따른 비용절감 효과 등이 반영될 것으로 예상되기 때문이다.

**실적의 상단을 높여줄 선대 운용전략 변화**

동사는 작년까지 보수적인 선대 전략을 구사하면서 실적의 안전성을 중시했으나, 올해 새로운 대표이사가 취임한 이후부터는 공격적으로 용선을 확대하고 있다. 이러한 선대 운용전략의 변화는 장기운송계약(CVC)에서 안정적으로 분기 400억원의 영업이익이 창출되는 가운데 동사 영업이익의 상단을 높여주는 요인으로 판단한다.

최근 BDI는 1,803pt를 기록하며 6월초 대비 3배이상 급등했다. 1) 중국 철강사들이 건설/인프라 투자 확대에 따른 철강재 수요증가에 대응하기 위해 철광석 재고확보에 집중하고 있고, 2) 호주/브라질 광산업체들도 출하량을 늘리면서 수급이 타이트해졌기 때문이다. 그럼에도 불구하고 6월말 중국 철광석 항만재고는 여전히 전년대비 약 20% 낮은 1억톤 수준에 불과해, 당분간 철광석 물동량 증가에 따른 BDI 상승은 지속될 것으로 예상된다. 동사의 3분기 영업이익은 1) BDI 상승구간 용선선대 확대, 2) 3척의 장기운송계약(CVC, 325k VLOC 1척, 208k Newcastlemax 2척) 선박이 인도되며 시장기대치를 상회하는 708억원(+11.5% YoY, +38.1% QoQ)을 기록할 전망이다.

**투자의견 Buy, 목표주가 5,500원 유지**

현재 동사 주가는 12M Fwd P/B 0.64배에서 거래 중이다. 공격적인 용선선대 확대와 신규 장기운송계약(CVC) 운항 개시에 따른 실적개선을 고려하면 upside 여력은 충분하다고 판단한다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 5,500원을 유지하고 업종 최선호주로 제시한다.

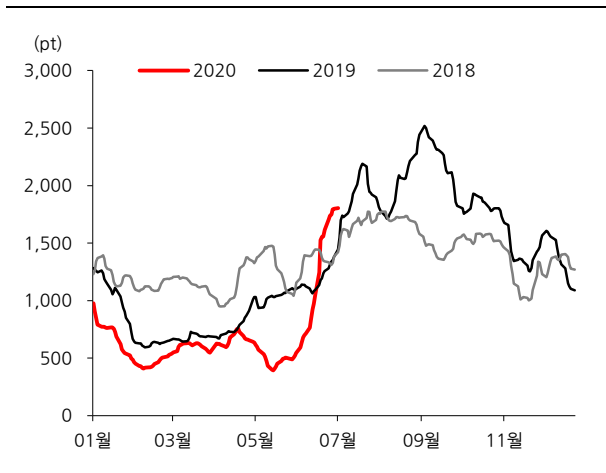
[표1] 팬오션 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	535	632	682	619	559	581	710	693	2,468	2,543	2,703
벌크선	415	429	507	484	432	451	582	563	1,836	2,029	2,147
컨테이너선	59	61	44	56	56	57	55	55	219	222	219
탱커선	30	31	36	37	39	36	38	39	135	152	195
기타선종	7	8	4	5	4	4	4	4	24	15	16
곡물	34	121	96	45	32	39	36	37	296	144	146
<b>영업이익</b>	45	50	63	51	38	51	71	61	210	221	246
영업이익률(%)	8.4	8.0	9.3	8.3	6.8	8.8	10.0	8.8	8.5	8.7	9.1
<b>순이익</b>	28	37	55	28	20	46	68	36	148	155	175
순이익률(%)	5.3	5.8	8.0	4.5	3.6	7.9	9.5	5.2	6.0	6.1	6.5
<b>YoY(%)</b>											
매출액	-5.4	-6.9	-11.6	-5.2	4.5	-8.0	4.1	12.0	-7.5	3.1	6.3
벌크선	-4.6	-16.2	-8.9	-7.9	4.1	5.0	14.9	16.4	-9.5	10.5	5.8
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	15.8	4.4	5.3	8.2	12.7	28.9
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	-67.9	-63.0	-17.6	-6.4	-51.4	1.7
영업이익	2.2	0.9	10.3	-2.4	-15.9	1.4	11.5	19.3	3.0	5.1	11.5
순이익	-22.8	-1.1	27.7	-12.8	-29.1	24.5	23.7	29.4	-0.6	4.6	12.9

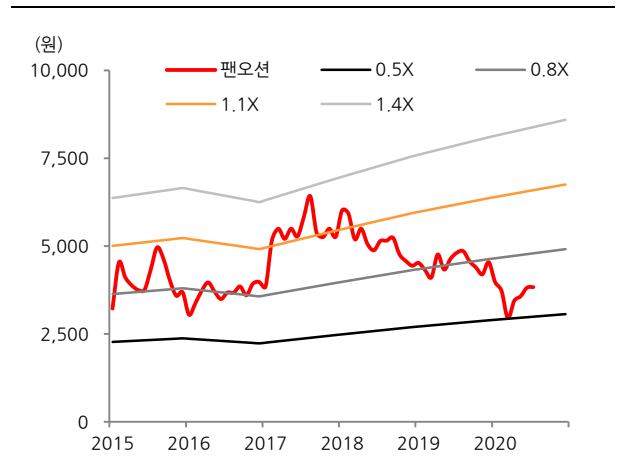
자료: 팬오션, 한화투자증권 리서치센터

[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	2020E	2021E	2022E
매출액	2,668	2,468	2,543	2,703	2,774
매출총이익	278	288	302	331	339
영업이익	204	210	221	246	252
EBITDA	372	413	385	466	473
순이자손익	-51	-50	-10	-11	-8
외화관련손익	-1	-1	-2	2	1
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	149	148	155	175	178
당기순이익	149	148	155	175	178
지배주주순이익	152	152	156	175	178
<b>증가율(%)</b>					
매출액	14.2	-7.5	3.1	6.3	2.6
영업이익	4.6	3.0	5.1	11.5	2.3
EBITDA	2.6	10.9	-6.7	21.0	1.5
순이익	5.2	-0.6	4.7	12.9	1.7
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	10.4	11.7	11.9	12.3	12.2
영업이익률	7.6	8.5	8.7	9.1	9.1
EBITDA 이익률	14.0	16.7	15.1	17.2	17.1
세전이익률	5.6	6.0	6.1	6.5	6.4
순이익률	5.6	6.0	6.1	6.5	6.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금흐름	268	405	242	376	398
당기순이익	149	148	155	175	178
자산상각비	168	203	164	220	222
운전자본증감	-53	51	-142	-18	-21
매출채권 감소(증가)	-22	9	8	-9	-1
재고자산 감소(증가)	-8	-2	1	-3	-2
매입채무 증가(감소)	-4	-15	-98	-3	5
투자현금흐름	-127	-213	-226	-239	-254
유형자산처분(취득)	-151	-217	-221	-239	-254
무형자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	-149	-152	-43	-121	-121
차입금의 증가(감소)	-149	-152	-43	-100	-100
자본의 증가(감소)	0	0	0	-21	-21
배당금의 지급	0	0	0	21	21
총현금흐름	381	420	396	394	399
(-)운전자본증가(감소)	39	-45	147	18	1
(-)설비투자	165	217	234	239	254
(+)자산매각	14	1	12	0	0
Free Cash Flow	191	249	27	137	144
(-)기타투자	-10	-8	-1	0	0
잉여현금	201	258	28	137	144
NOPLAT	203	209	220	245	251
(+) Dep	168	203	164	220	222
(-)운전자본투자	39	-45	147	18	1
(-)Capex	165	217	234	239	254
OpFCF	168	240	3	208	218

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	692	680	789	822	853
현금성자산	237	291	291	307	330
매출채권	145	135	142	152	153
재고자산	61	65	65	69	71
비유동자산	3,427	3,775	4,083	4,102	4,134
투자자산	63	30	30	30	30
유형자산	3,363	3,737	4,044	4,063	4,096
무형자산	9	8	8	8	8
자산총계	4,119	4,454	4,871	4,924	4,987
유동부채	671	709	690	639	596
매입채무	137	136	115	112	117
유동성이자부채	384	444	463	413	363
비유동부채	789	846	964	914	864
비유동이자부채	746	817	934	884	834
부채총계	1,459	1,555	1,653	1,553	1,459
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	85	236	392	546	702
자본조정	82	174	337	337	337
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	2,660	2,900	3,218	3,371	3,527

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표					
EPS	285	284	293	327	332
BPS	4,946	5,400	5,997	6,284	6,576
DPS	0	0	40	40	40
CFPS	713	785	741	738	746
ROA(%)	3.8	3.5	3.4	3.6	3.6
ROE(%)	6.1	5.5	5.1	5.3	5.2
ROIC(%)	5.9	5.7	5.4	5.7	5.7
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	15.6	16.0	13.1	11.7	11.5
PBR	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
PSR	0.9	1.0	0.8	0.8	0.7
PCR	6.2	5.8	5.2	5.2	5.1
EV/EBITDA	8.8	8.2	8.2	6.5	6.2
배당수익률	n/a	n/a	1.0	1.0	1.0
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	54.8	53.6	51.4	46.1	41.4
Net debt/Equity	33.6	33.5	34.4	29.4	24.6
Net debt/EBITDA	240.0	235.0	287.3	212.6	183.4
유동비율	103.2	95.8	114.3	128.7	143.1
이자보상배율(배)	3.7	3.8	15.3	13.1	16.1
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	92.2	92.3	93.1	92.8	92.4
현금+투자자산	7.8	7.7	6.9	7.2	7.6
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	29.8	30.3	30.3	27.8	25.3
자기자본	70.2	69.7	69.7	72.2	74.7

[ Compliance Notice ]

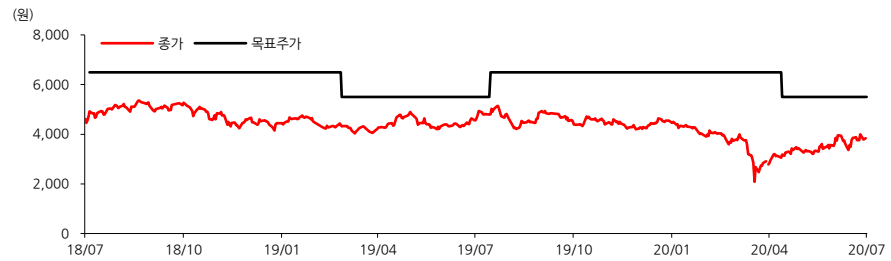
(공표일: 2020년 7월 3일)

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	2020.07.03	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	6,500	6,500	5,500	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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%