

실적, 결국 시황 호조를 따라간다

매수  
(유지)

목표가: 7,400원 ▲  
상승여력: 19.9%

류제현 jay.ryu@miraeasset.com

1Q21 Preview

- 1Q21 Preview: 영업이익 581억원, 시황이 미처 반영되지 못한 실적**
- 매출액 6,920억원, 영업이익 581억원 (23.8%YoY, 53.7%YoY) 전망
  - 건화물선 이익 정체: 단기 시황 급등으로 가용 선박 부족
  - 컨테이너: 장거리 노선 개선이 단거리 노선 운임 상승으로 이어지며 실적 호조
  - 탱커: 저조한 시황 지속으로 부진세 유지할 전망

실적 전망

- 건화물 시황 개선 반영은 2Q21부터**
- 2Q21 영업이익 673억원 (4.7% YoY)으로 증가 전망
  - 건화물선: 영업이익 619억원으로 크게 (40.7% YoY) 증가
  - 최근 건화물선 시황 개선을 이끈 소형 선대의 비중이 상대적으로 높은 동사에 유리
  - 지난해 일시 호황이었던 탱커선 기저효과로 전체 영업이익 증가폭은 축소
  - 조정이 시작된 컨테이너선 부문 역시 운임 상승 효과는 당분간 이어질 전망

시황 전망

- 부담없는 건화물 시황, 조정폭은 크지 않을 것으로 기대**
- BDI 2,000pt 돌파 이후 조정 양상 보이고 있으나 조정 폭은 크지 않을 전망
  - 시황 변동성을 조우하는 대형선(케이프사이즈) 시장은 상대적으로 약해 부담 없는 상황
  - Cape/Panamax 상대 가격 비율은 0.8배로 10년 평균(1.4배) 대비 크게 낮아
  - 철광석 가격 대비 상대 운임 역시 12.9%로 10년래 최저 수준에 근접

목표주가 상향

- 목표주가 6,000원에서 7,400원으로 상향하며 매수 의견 유지**
- 목표주가는 EV/EBITDA 9.5배 (동종업계 평균 대비 10% 할증) 수준
  - 추가 하락시 매수 기회로: 본격적인 하절기 전까지 성수기 이어질 가능성 높아

Key data



현재주가(21/3/31, 원)	6,170	시가총액(십억원)	3,298
영업이익(21F, 십억원)	269	발행주식수(백만주)	535
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	262	유동주식비율(%)	45.1
EPS 성장률(21F, %)	159.6	외국인 보유비중(%)	10.5
P/E(21F, x)	13.7	베타(12M) 일간수익률	0.78
MKT P/E(21F, x)	13.7	52주 최저가(원)	2,790
KOSPI	3,061.42	52주 최고가(원)	6,970

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.9	80.4	108.8
상대주가	6.2	37.2	19.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	2,668	2,468	2,497	2,701	2,889	3,140
영업이익 (십억원)	204	210	225	269	294	334
영업이익률 (%)	7.6	8.5	9.0	10.0	10.2	10.6
순이익 (십억원)	152	152	93	240	270	330
EPS (원)	285	284	173	449	506	618
ROE (%)	6.1	5.5	3.3	8.2	8.6	9.7
P/E (배)	15.6	16.0	29.0	13.7	12.2	10.0
P/B (배)	0.9	0.8	1.0	1.1	1.0	0.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	1.0	0.8	0.8	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. Valuation

	십억원	비고
EBITDA	505	
EV	4,944	EV/EBITDA 9.5배, 동종업계 평균 대비 10% 프리미엄
순차입금	1,019	
주주가치	3,925	
주식수(백만주)	535	
주당가치(원)	7,400	
현재주가(원)	6,170	
과리율(%)	19.9	
Target PER(배)	27.8	
Target PBR(배)	1.35	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 비교표

(십억원, %)

	1Q20	4Q20	1Q21		성장률	
			미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	559	621	692	662	23.8	11.5
영업이익	38	60	58	59	53.7	-3.4
영업이익률 (%)	6.8	9.7	8.4	9.0	24.1	-13.4
세전이익	20	-13	51	49	153.4	흑전
순이익	22	-14	51	46	135.7	흑전

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	21F	22F	21F	22F	21F	22F	
매출액	2,853	3,020	2,701	2,889	-5.3	-4.3	기타매출 조정
영업이익	261	281	269	294	3.2	4.5	건화물 매출 전망 상향
세전이익	221	241	240	270	8.9	11.9	외화환산이익 등
순이익	220	241	240	270	9.2	12.2	
EPS (KRW)	412	451	449	506	9.2	12.2	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 미래에셋증권 리서치센터 예상

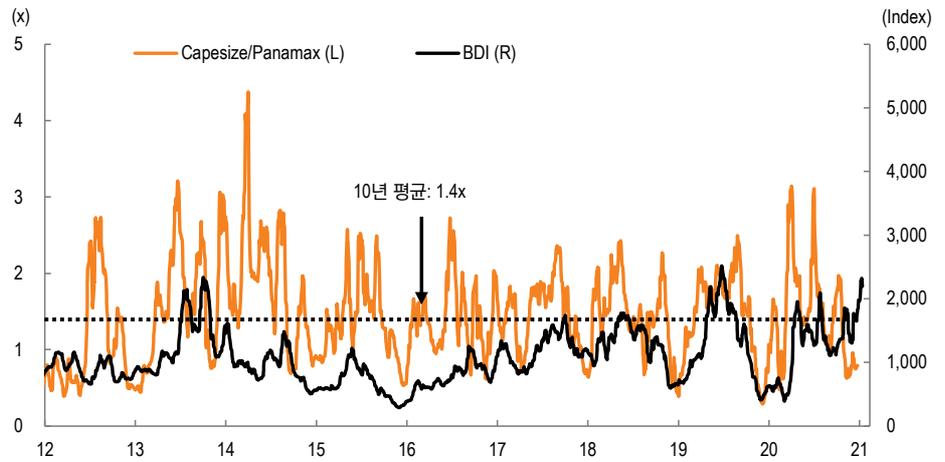
표 4. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	559	683	634	621	692	709	583	717	2,497	2,701	2,889	3,140
벌크	390	352	357	415	522	538	407	521	1,514	1,989	2,239	2,411
탱커	39	41	33	30	39	39	45	43	143	166	191	220
컨테이너	56	68	57	66	66	41	41	41	247	191	96	96
기타	65	222	188	109	65	90	90	111	584	356	363	413
영업이익	38	64	63	60	58	67	67	76	225	269	294	334
벌크	31	44	56	53	52	62	62	68	183	244	268	281
탱커	4	10	2	-1	-1	0	1	2	15	2	7	10
컨테이너	2	8	3	7	6	5	4	5	20	20	6	7
기타	1	2	2	1	1	1	0	2	6	4	12	36
세전이익	20	42	43	-13	51	61	60	69	92	240	270	330
순이익(지배)	22	42	42	-14	51	61	60	69	93	240	270	330
영업이익률	6.8	9.4	9.9	9.7	8.4	9.5	11.6	10.6	9.0	10.0	10.2	10.6
순이익률(지배)	3.6	6.2	6.6	-2.2	7.4	8.6	10.2	9.5	3.6	8.9	9.3	10.5

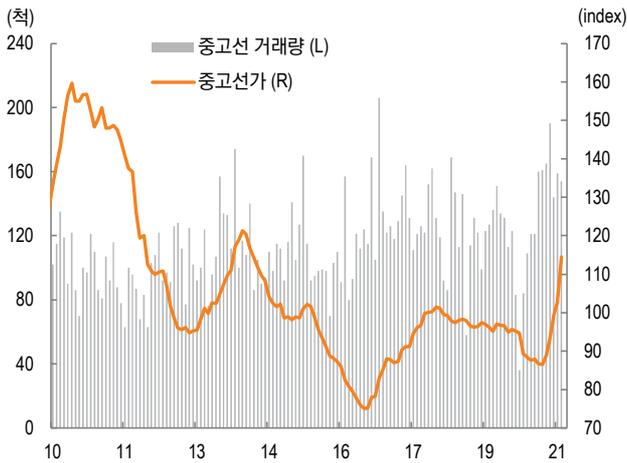
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. Capesize/Panamax 상대지표



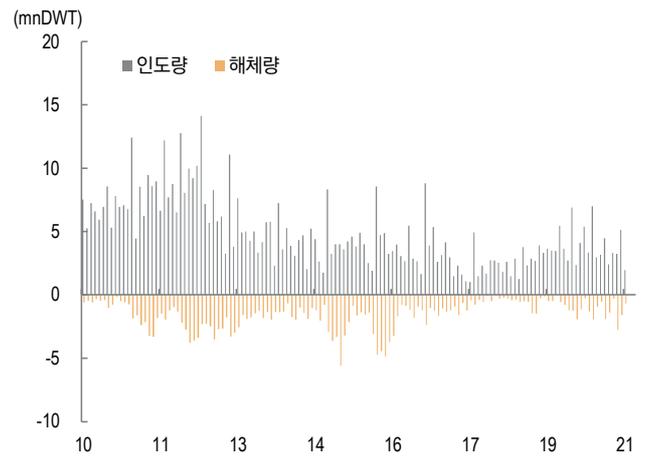
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중고선 거래량 vs. 중고선가



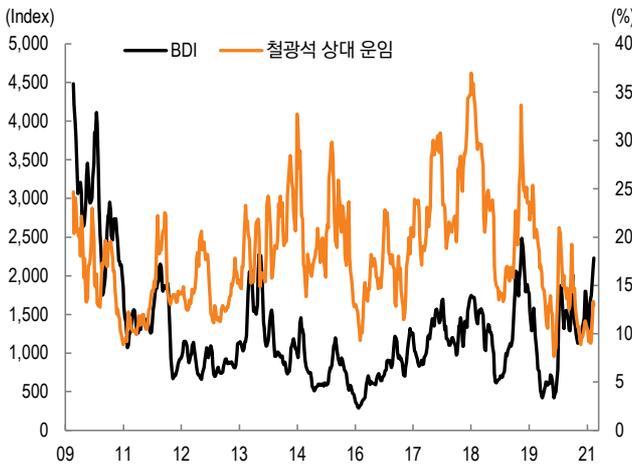
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 벌크선 신규 인도량 vs. 해체량



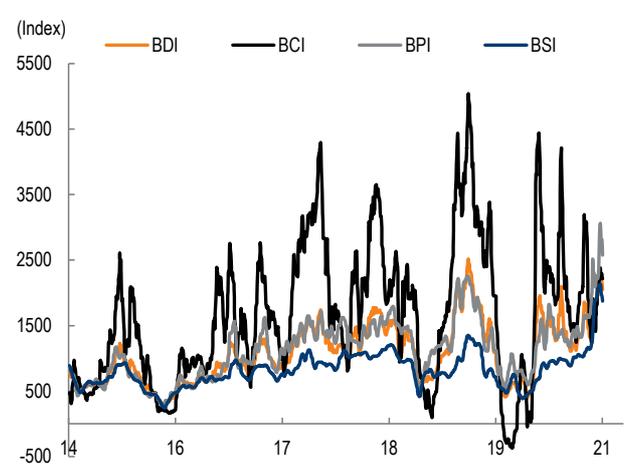
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 철광석 vs. 운임 상대가격



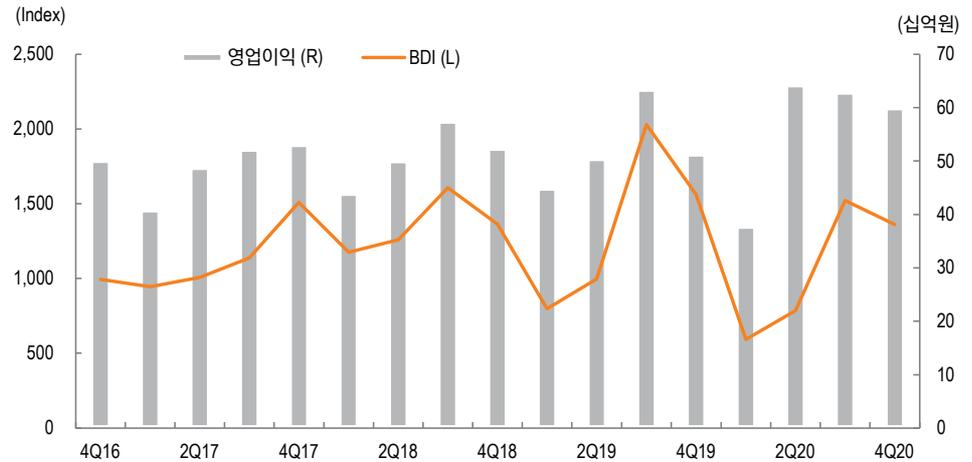
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. BDI vs. BCI vs. BPI vs. BSI



자료: Clarksons, 톰슨데이터, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 팬오션 영업이익 vs. BDI



자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 팬오션 보유 선대

(척)

	사선(CVC)	용선(1년이상*)	합계
Handy	11	28	39
Dry bulk	Handymax	19(10)	57(1)
	Panamax	11(2)	24
	Cape	32(24)	4
	Dry bulk total	73(36)	113(1)
MR tanker	10	-	10
Chemical tanker	6	1(1)	7
Non-bulk	Container	5	6(1)
	Heavy lift	2	-
	LNG	-	1(1)
	Non-dry bulk total	23	8(3)
Total	96(36)	121(4)	217

주: 2020년 12월말, \*총 계약기간 기준, 2021년 1 월 325K VLOC 1척 인수 완료

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 장기 운송 계약 현황

회주명	선박(척)	잔여 기간(년)	IMO SOx 규제 대응	비고
Vale	14	16.8	14척 Scrubber 설치	400K 8척, 325K 4척, 208K 2척
Suzano	10	15.5	VLSFO	57K 5척, 62K 5척
발전자회사	6	9.2	2척 Scrubber 설치 & 4척 VLSFO	남부 3척, 남동/중부/동서 각 1척
푸스쿠	4	8.2	2척 Scrubber 설치 & 2척 VLSFO	
현대제철	2	11.4	VLSFO	
합계	36	13.9		

주: 2020년 12월말 기준

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 신규 인도 예정 선박

선박	대수(척)	인도 시점	비고
건화물선	325K VLOC	2 2021.1, 5	Vale 장기화물 운송 계약 27년
	P'MAX	1 2021.3	중고선 매입(2004년 Built)
탱커	50K MR	4 2021.6, 7, 9, 10	
	VLCC	2 2021.9, 10	
LNG	174K CBM	1 2023.4	Galp 장기대선계약 5년 (Option 3 + 3)
	174K CBM	2 2024.9, 10	Shell 장기대선계약 7년 (Option 3 + 3)
합계	12		

주: 2020년 12월말 기준

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

팬오션 (028670)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	<b>2,497</b>	<b>2,701</b>	<b>2,889</b>	<b>3,140</b>
매출원가	2,193	2,351	2,512	2,710
매출총이익	304	350	377	430
판매비와관리비	79	82	84	96
조정영업이익	225	269	294	334
영업이익	225	269	294	334
비영업손익	-133	-29	-24	-4
금융손익	-39	-27	-18	-4
관계기업등 투자손익	5	6	6	0
세전계속사업손익	92	240	270	330
계속사업법인세비용	1	1	1	1
계속사업이익	91	240	270	329
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>91</b>	<b>240</b>	<b>270</b>	<b>329</b>
지배주주	93	240	270	330
비지배주주	-2	-1	-1	-1
<b>총포괄이익</b>	<b>-80</b>	<b>240</b>	<b>270</b>	<b>329</b>
지배주주	-77	239	268	328
비지배주주	-2	1	1	2
EBITDA	453	487	509	541
FCF	181	197	197	495
EBITDA 마진율 (%)	18.1	18.0	17.6	17.2
영업이익률 (%)	9.0	10.0	10.2	10.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.7	8.9	9.3	10.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>470</b>	<b>437</b>	<b>457</b>	<b>495</b>
당기순이익	91	240	270	329
비현금수익비용가감	374	242	234	211
유형자산감가상각비	226	215	214	206
무형자산상각비	1	4	2	1
기타	147	23	18	4
영업활동으로인한자산및부채의변동	54	-3	-2	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	-23	-16	0
재고자산 감소(증가)	5	-9	-6	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	28	22	15	0
법인세납부	-1	-1	-1	-1
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-337</b>	<b>-227</b>	<b>-237</b>	<b>42</b>
유형자산처분(취득)	-271	-240	-260	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-18	-4	-3	0
기타투자활동	-47	17	26	42
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-139</b>	<b>47</b>	<b>103</b>	<b>-27</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	229	74	130	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-27	-27	-27
기타재무활동	-368	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-18</b>	<b>246</b>	<b>314</b>	<b>509</b>
기초현금	255	238	483	797
기말현금	238	483	797	1,307

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

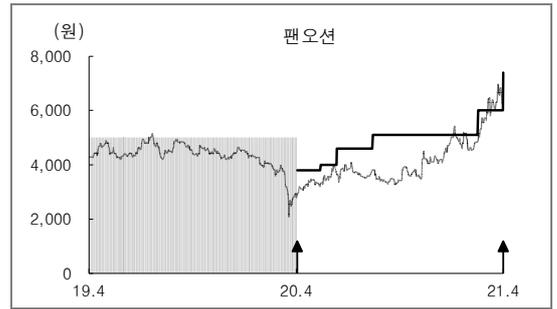
(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	<b>663</b>	<b>971</b>	<b>1,328</b>	<b>1,838</b>
현금 및 현금성자산	238	483	797	1,307
매출채권 및 기타채권	152	176	192	192
재고자산	57	66	72	72
기타유동자산	216	246	267	267
<b>비유동자산</b>	<b>3,997</b>	<b>4,032</b>	<b>4,087</b>	<b>3,880</b>
관계기업투자등	81	93	102	102
유형자산	3,873	3,898	3,944	3,738
무형자산	7	3	1	1
<b>자산총계</b>	<b>4,659</b>	<b>5,003</b>	<b>5,415</b>	<b>5,718</b>
<b>유동부채</b>	<b>604</b>	<b>662</b>	<b>701</b>	<b>701</b>
매입채무 및 기타채무	156	180	197	197
단기금융부채	264	268	271	271
기타유동부채	184	214	233	233
<b>비유동부채</b>	<b>1,248</b>	<b>1,322</b>	<b>1,451</b>	<b>1,451</b>
장기금융부채	1,225	1,295	1,422	1,422
기타비유동부채	23	27	29	29
<b>부채총계</b>	<b>1,853</b>	<b>1,983</b>	<b>2,153</b>	<b>2,153</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>2,807</b>	<b>3,021</b>	<b>3,264</b>	<b>3,567</b>
자본금	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	329	542	786	1,089
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>
<b>자본총계</b>	<b>2,807</b>	<b>3,020</b>	<b>3,263</b>	<b>3,565</b>

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	29.0	13.7	12.2	10.0
P/CF (x)	5.8	6.8	6.5	6.1
P/B (x)	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	8.7	8.9	8.1	6.7
EPS (원)	173	449	506	618
CFPS (원)	869	901	942	1,012
BPS (원)	5,250	5,650	6,105	6,673
DPS (원)	50	50	50	50
배당성향 (%)	29.5	11.2	9.9	8.1
배당수익률 (%)	1.0	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	1.2	8.2	7.0	8.7
EBITDA증가율 (%)	9.7	7.5	4.5	6.3
조정영업이익증가율 (%)	7.1	19.6	9.3	13.6
EPS증가율 (%)	-39.1	159.5	12.7	22.1
매출채권 회전을 (회)	17.8	16.8	16.0	16.6
재고자산 회전을 (회)	40.8	43.8	41.7	43.4
매입채무 회전을 (회)	16.8	15.5	14.7	15.2
ROA (%)	2.0	5.0	5.2	5.9
ROE (%)	3.3	8.2	8.6	9.7
ROIC (%)	5.7	6.8	7.3	8.5
부채비율 (%)	66.0	65.7	66.0	60.4
유동비율 (%)	109.6	146.7	189.4	262.0
순차입금/자기자본 (%)	44.1	34.4	26.1	9.6
조정영업이익/금융비용 (x)	5.5	6.7	6.7	7.3

**투자의견 및 목표주가 변동추이**

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
팬오션 (028670)				
2021.04.01	매수	7,400	-	-
2021.02.15	매수	6,000	0.63	16.17
2020.08.14	매수	5,100	-19.77	6.47
2020.06.12	매수	4,600	-19.26	-10.98
2020.05.14	매수	4,000	-9.66	-1.13
2020.04.03	매수	3,800	-14.16	-8.29



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

**투자의견 분류 및 적용기준**

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

**투자의견 비율**

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.43%	11.76%	8.50%	1.31%

\* 2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.