

2017. 11. 15



## ▲ 운송/철강

Analysts 최치현

02-6098-6669

chihyun.choi@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 7,500 원

현재주가 (11.14) 5,190 원

상승여력 44.5%

KOSPI 2,526.64pt

시가총액 27,743억원

발행주식수 53,454만주

유동주식비율 41.15%

외국인비중 7.77%

52주 최고/최저가 6,650원/3,800원

평균거래대금 244.0억원

## 주요주주(%)

제일홀딩스 외 37 인 51.19

포세이돈2014유한회사 7.63

## 주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -3.9 1.0 27.4

상대주가 -5.9 -8.6 -0.5

## 주가그래프



## 팬오션 028670

## 실적으로 나타난 시황 개선 효과

- ✓ 3분기 영업이익 522억원(+41.8% YoY, OPM 8.9%)의 호실적 기록
- ✓ 시황 개선에 따른 단위 운임 증가(+22.6% YoY)로 영업이익 Level-Up
- ✓ BDI 2019년까지 개선 국면으로 사선 선박의 영업 레버리지 확대로 실적 개선 가능
- ✓ Spot 운임 상승은 장기운송계약 수요 증가를 의미, 가시화된 성과를 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 7,500 원으로 업종 내 Top-Pick 유지

## 벌크 부문의 시황 개선 효과를 확인한 3분기 영업실적

3분기 매출액 5,838억원(+25.3% YoY), 영업이익 522억원(+41.8% YoY, OPM 8.9%)의 호실적을 기록했다. 벌크 부문은 대선(Chartering) 수익 비중 확대로 수송실적 증가는 둔화되었으나, 단위 운임(달러/톤)이 22.6% 증가하며 매출액 4,468억원(+37.3% YoY)을 기록했다. 유류비 부담 증가에도 대선 비중 확대에 따른 운항원가 감소로 영업이익은 472억원(+41.3% YoY, OPM 10.6%)을 기록했다. 벌크외 해운업은 컨테이너와 탱크 부문의 시황 악화로 40.7억원(-36.6% YoY)의 부진한 영업이익을 기록했다.

## Spot 운임 상승으로 장기운송계약 수요 증가, 가시화된 성과를 기대

Spot 운임이 상승하는 국면에서 화주들의 운송비 부담 완화를 위한 수요는 증가할 수 밖에 없다. 국내 벌크선사들은 Vale와의 계약을 바탕으로 현대중공업에 VLOC를 발주, 팬오션도 장기운송계약이 가시화될 전망이다. Top-Tier 수준의 재무건전성은 발주를 위한 낮은 조달 금리와 화주의 신뢰성을 의미한다.

## 기업가치 훼손 요인들의 해소로 본업가치 부각 예상

투자의견 Buy, 적정주가 7,500 원을 유지한다. 동사의 기업가치를 훼손했던 영업외 요인들은 해소 가능하다. 매 4분기 순이익을 훼손했던 유형자산 손상차손은 자산가치(중고선가)와 수익가치(운임)의 상승으로 발생 가능성이 제한적이다. 2대 주주 보유 지분의 오버행 이슈는 1) 장기 보유 목적과 2) 제일홀딩스의 Call Option 행사 가능성을 감안하면 과도한 우려로 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	1,819.3	229.4	45.5	125	-97.9	4,517	29.6	0.8	8.1	2.4	77.4
2016	1,874.0	167.9	97.9	184	46.4	4,735	21.7	0.8	10.1	4.0	68.8
2017E	2,366.2	199.4	143.1	268	45.5	5,006	21.4	1.1	11.0	5.5	65.0
2018E	2,788.4	224.1	164.6	308	15.0	5,316	18.6	1.1	10.0	5.9	59.1
2019E	3,081.3	233.6	179.4	336	9.0	5,653	17.0	1.0	9.4	6.1	53.1

표1 팬오션의 3Q17 실적 Review

(십억원)	3Q17P	3Q16	(% YoY)	2Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	583.8	465.8	25.3	632.5	-7.7	649.3	-10.1	653.8	-10.7
영업이익	52.2	36.8	41.8	48.8	6.9	51.8	0.9	48.3	8.1
세전이익	43.1	27.5	56.9	21.2	103.6	39.6	8.9	28.6	50.8
순이익	42.4	27.4	54.8	20.1	110.8	37.0	14.7	23.7	78.9
영업이익률(%)	8.9	7.9		7.7		8.0	+1.0%p	7.4	+1.6%p
순이익률(%)	7.3	5.9		3.2		5.7	+1.6%p	3.6	+3.6%p

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 팬오션의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
주요가정												
평균 환율(원/달러)	1,201	1,163	1,120	1,158	1,153	1,130	1,133	1,110	1,131	1,161	1,131	1,083
BDI(pt)	358	612	736	994	945	1,006	1,137	1,398	715	675	1,121	1,373
Bunker Cost(달러/톤)	189	242	270	329	357	325	338	397	321	257	354	434
매출액	453	443	466	513	523	633	584	627	1,819	1,874	2,366	2,788
(% YoY)	13.2	6.5	-5.3	0.1	15.6	42.8	25.3	22.3	10.6	3.0	26.3	17.8
사업부문별 매출액												
벌크	378	302	325	380	406	439	447	481	1,577	1,386	1,772	2,194
컨테이너	45	50	40	39	41	48	49	46	108	174	184	179
탱커	48	37	42	33	37	35	32	35	207	160	140	142
기타해운	5	2	7	6	6	5	5	5	12	21	21	19
(% YoY)												
벌크	11.6	-17.1	-23.2	-15.7	7.3	45.2	37.3	26.5	13.7	-12.1	27.9	23.8
컨테이너	133.0	127.4	84.1	-13.2	-10.0	-3.6	24.4	16.5	2.9	60.9	5.6	-2.7
탱커	19.8	-16.5	-20.1	-53.4	-22.4	-4.5	-23.5	6.3	40.5	-22.8	-12.7	1.7
기타해운	-77.8	-89.8	-68.0	-110.9	21.8	106.0	-29.0	-20.7	-62.0	70.2	2.1	-7.4
영업이익	40	41	37	50	41	49	52	58	229	168	199	224
(% YoY)	-35.3	-19.6	-39.7	-10.0	2.8	18.6	41.8	14.7	6.2	-26.8	18.8	12.4
영업이익률 (%)	8.8	9.3	7.9	9.8	7.8	7.7	8.9	9.2	12.6	9.0	8.4	8.0
세전이익	76	25	27	-29	33	21	43	50	46	99	148	170
(% YoY)	-32.6	흑전	-47.1	적전	-55.8	-15.8	56.9	흑전	-94.1	113.8	49.1	15.1
당기순이익(지배)	76	24	27	-29	32	20	42	48	46	98	143	165
(% YoY)	-32.6	흑전	-47.2	적전	-57.3	-15.3	54.1	흑전	-94.2	114.9	46.1	15.1
순이익률 (%)	157.6	64.1	64.7	-88.6	86.7	56.9	81.1	113.1	22.0	61.2	84.5	136.0

자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

## 팬오션 (028670)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,819.3	1,874.0	2,366.2	2,788.4	3,081.3
매출액증가율 (%)	10.6	3.0	26.3	17.8	10.5
매출원가	1,531.7	1,650.4	2,102.8	2,488.9	2,764.4
매출총이익	287.6	223.6	263.5	299.5	316.9
판매관리비	58.2	55.7	64.0	75.4	83.3
영업이익	229.4	167.9	199.4	224.1	233.6
영업이익률	12.6	9.0	8.4	8.0	7.6
금융손익	-73.2	-44.7	-45.0	-47.7	-42.3
종속/관계기업손익	-0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
기타영업외손익	-108.1	-24.4	-7.1	-6.7	-6.4
세전계속사업이익	47.8	99.1	147.8	170.1	185.4
법인세비용	0.8	2.1	5.9	6.8	7.4
당기순이익	45.6	97.1	141.9	163.3	177.9
지배주주지분 순이익	45.5	97.9	143.1	164.6	179.4

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	305.3	251.0	296.5	317.9	336.7
당기순이익(손실)	45.6	97.1	141.9	163.3	177.9
유형자산상각비	162.7	168.3	178.1	176.9	177.3
무형자산상각비	0.2	0.7	0.8	0.8	0.7
운전자본의 증감	-29.6	-31.1	-16.9	-14.5	-10.0
투자활동 현금흐름	-39.2	-92.4	-146.4	-156.2	-187.4
유형자산의증가(CAPEX)	-54.7	-99.4	-138.0	-151.1	-187.2
투자자산의감소(증가)	8.2	-18.9	-10.1	-8.6	-5.8
재무활동 현금흐름	-417.1	-198.0	-66.3	-117.3	-116.6
차입금의 증감	-1,020.3	-1.2	-68.1	-117.3	-116.6
자본의 증가	894.4	37.1	1.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-122.5	-33.1	83.8	44.5	32.8
기초현금	400.7	278.2	245.1	328.9	373.3
기말현금	278.2	245.1	328.9	373.3	406.1

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	626.2	573.3	743.3	861.7	945.8
현금및현금성자산	278.2	245.1	328.9	373.3	406.1
매출채권	115.1	93.2	117.7	138.7	153.3
재고자산	40.0	47.8	60.4	71.1	78.6
비유동자산	3,688.1	3,757.3	3,726.9	3,709.4	3,724.7
유형자산	3,640.4	3,678.0	3,637.9	3,612.2	3,622.0
무형자산	8.5	10.3	9.4	8.7	8.0
투자자산	20.7	39.9	50.4	59.4	65.7
자산총계	4,314.3	4,330.7	4,470.2	4,571.1	4,670.5
유동부채	499.1	523.9	559.9	589.2	605.6
매입채무	85.1	81.4	102.8	121.1	133.9
단기차입금	5.2	2.1	2.1	2.1	2.1
유동성장기부채	267.9	323.4	307.2	291.9	277.3
비유동부채	1,383.8	1,240.9	1,200.8	1,109.1	1,014.2
사채	40.0	45.3	30.3	15.3	0.3
장기차입금	46.5	98.3	78.6	62.9	50.3
부채총계	1,882.9	1,764.8	1,760.7	1,698.3	1,619.8
자본금	524.4	534.4	534.5	534.5	534.5
자본잉여금	1,913.3	1,940.5	1,942.1	1,942.1	1,942.1
기타포괄이익누계액	191.4	268.8	268.8	268.8	268.8
이익잉여금	-308.2	-209.8	-66.7	97.9	277.3
비지배주주지분	25.3	25.2	24.0	22.7	21.3
자본총계	2,431.4	2,565.9	2,709.5	2,872.8	3,050.7

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	4,978	3,522	4,427	5,217	5,765
EPS(지배주주)	125	184	268	308	336
CFPS	1,098	623	695	739	758
EBITDAPS	1,073	633	708	752	770
BPS	4,517	4,735	5,006	5,316	5,653
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	29.6	21.7	21.4	18.6	17.0
PCR	3.4	6.4	8.2	7.7	7.5
PSR	0.7	1.1	1.3	1.1	1.0
PBR	0.8	0.8	1.1	1.1	1.0
EBITDA	392.3	336.9	378.4	401.7	411.7
EV/EBITDA	8.1	10.1	11.0	10.0	9.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.4	4.0	5.5	5.9	6.1
EBITDA 이익률	21.6	18.0	16.0	14.4	13.4
부채비율	77.4	68.8	65.0	59.1	53.1
금융비용부담률	4.2	2.4	2.2	2.0	1.7
이자보상배율(x)	3.0	3.8	3.8	4.0	4.6
매출채권회전율(x)	18.9	18.0	22.4	21.8	21.1
재고자산회전율(x)	36.7	42.7	43.8	42.4	41.2

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최치현)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 팬오션 (028670) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

