

2018. 1. 22



▲ **운송/철강**  
 Analyst **최치현**  
 02. 6098-6669  
 chihyun.choi@meritz.co.kr

## Buy

**적정주가 (12개월) 7,500 원**

**현재주가 (1.19) 5,410 원**

**상승여력 38.6%**

KOSPI	2,520.26pt
시가총액	28,919억원
발행주식수	53,454만주
유동주식비율	41.17%
외국인비중	7.04%
52주 최고/최저가	6,650원/3,825원
평균거래대금	224.4억원

### 주요주주(%)

제일홀딩스 외 29 인	51.17
포세이돈2014유한회사	7.63
국민연금	6.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.5	-11.6	30.0
상대주가	-4.1	-14.8	7.0

### 주가그래프



# 팬오션 028670

## 벌크선 과잉 공급은 해소중

- ✓ 4분기 영업이익 572억원(+14.1% YoY, OPM 9.1%)으로 시장기대치 부합 예상
- ✓ 4분기 반복된 자산 손상차손 이슈, 시황 회복으로 발생 가능성 제한적
- ✓ 2018년 BDI는 1,386pt(+21.0% YoY)를 예상, 2019년까지 수요-공급 Balance 개선
- ✓ 낮아진 공급 증가율에 주목: 인도량 감소는 확실, 폐선량 증가 여부가 변수
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 7,500 원 제시: Premium 이 정당화될 시점

### 4분기 영업이익 572억원(+14.1% YoY)로 시장 기대치에 부합할 전망

4분기 매출액 6,295억원(+22.8% YoY), 영업이익 572억원(+14.1% YoY)을 예상한다. 대선(Chartering) 수익 비중 확대로 물동량 증가 효과는 제한적이나, 벌크 부문의 평균 운임은 20.0 달러/톤으로 추정 전년 대비 26.7% 개선을 예상한다. 지난 3년간 4분기 연평균 1,328억원의 유형자산 손상차손이 발생하며 순이익 훼손 요인으로 작용했다. 선박의 미래 경제적 가치를 반영하는 중고선가가 전년 대비 34.1% 상승한 점을 감안하면 손상차손 발생 가능성은 제한적이다.

### 2018년 연평균 BDI 1,386pt으로 전년 대비 21.0% 상승 예상

2018년 수요-공급 Balance 개선으로 2017년보다 개선된 시황을 기대한다. 시황 개선의 핵심은 공급 조절이다. 선복량 증가율은 1.4%로 둔화된다. 2016~2017년 벌크선 발주량은 직전 2년 평균의 52.7% 수준으로 인도량은 2017년 대비 35.0% 감소한다. Clarksons는 시황 회복으로 폐선량을 연초 선복량 대비 1.7% 수준을 예상하고 있으나 환경규제 도입에 따른 폐선량이 증가할 경우 운임이 예상치를 상회할 개연성도 존재한다.

### 과거 Valuation과 Peer Valuation을 뛰어 넘을 수 있는 3가지 이유

투자 의견 Buy와 적정주가 7,500원을 유지한다. 적정주가는 2018년 예상 BPS 5,368원에 PBR 1.4배를 적용했다. 1) 2019년까지 장기 시황 개선 국면, 2) Peer 대비 압도적 수익성, 3) 재무 건전성은 Leverage 확대를 통해 수익성 격차가 지속 가능함을 의미한다.

(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	4,534	29.6	0.8	8.1	2.4	77.4
2016	1,874.0	167.9	97.9	184	46.4	4,754	21.7	0.8	10.1	4.0	68.8
2017E	2,368.8	199.1	142.6	267	45.0	5,023	19.8	1.0	10.4	5.5	62.9
2018E	2,732.7	237.8	181.9	340	27.6	5,364	15.9	1.0	9.2	6.6	56.0
2019E	3,063.2	303.8	250.4	468	37.6	5,832	11.6	0.9	7.5	8.4	48.9

**4분기 영업이익 572억원(+14.1% YoY)으로 시장 기대치에 부합할 전망**

4분기 영업이익 572억원 예상  
(+14.1% YoY, OPM 9.1%)

4분기 매출액 6,295억원(+22.8% YoY), 영업이익 572억원(+14.1% YoY)을 예상한다. 대선(Chartering) 수익 비중 확대로 물동량 증가 효과는 제한적이나, 벌크 부문의 평균 운임은 20.0달러/톤으로 추정 전년 대비 26.7% 개선을 예상한다. 4분기 중 급유단가는 톤당 362달러(+20.8% YoY)로 추정, 유류비 부담이 높아지고 있으나 시황 회복에 따른 이익 개선이 유가 상승을 상쇄하고 있다. 非벌크 해운 부문인 컨테이너와 탱커 부문의 시황 부진이 유일하게 아쉬운 부분이다.

지난 3년간 매 4분기 연평균  
1,328억원의 자산 손상차손 발생

2017년 4분기 당기순이익을 훼손할 일회성 요인이 발생할 가능성은 제한적이다. 지난 3년간 매 4분기 연평균 1,328억원의 유형자산 손상차손을 반영하며 안정적인 영업이익 창출에도 순이익의 변동성이 확대되었다. 유형자산 손상차손은 미래의 경제적 가치가 장부가 대비 낮아질 경우 반영, 수익가치(운임)와 자산가치(중고선가)가 하락했던 지난 3년간 대규모 손상차손 반영은 불가피했다.

업황 개선에 대한 Signal 유효,  
손상차손 발생 가능성 제한적

2018년에도 벌크 해운업의 수요-공급 Balance 개선이 유효하다는 점을 감안하면 미래의 경제적 가치가 추가 하락될 가능성은 제한적이다. 선박의 미래 경제적 가치를 반영하는 중고선가는 12월 말 기준 110pt로 전년 대비 34.1% 상승한 점을 참고할 필요가 있다. 비현금성 회계처리이나 순이익 훼손 요인이 제거되었다는 점만으로도 기업가치 제고에 긍정적이다.

**표1 팬오션의 4분기 영업실적 Preview Table**

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	629.5	512.6	22.8	583.8	7.8	627.5	0.3
영업이익	57.2	50.1	14.1	52.2	9.6	56.9	0.5
세전이익	49.6	-29.1	흑전	43.1	15.1	41.5	19.7
지배순이익	47.8	-28.9	흑전	42.4	12.5	53.9	-11.4
영업이익률(%)	9.1	9.8		8.9		9.1	0.0%p
순이익률(%)	7.6	-5.6		7.3		8.6	1.0%p

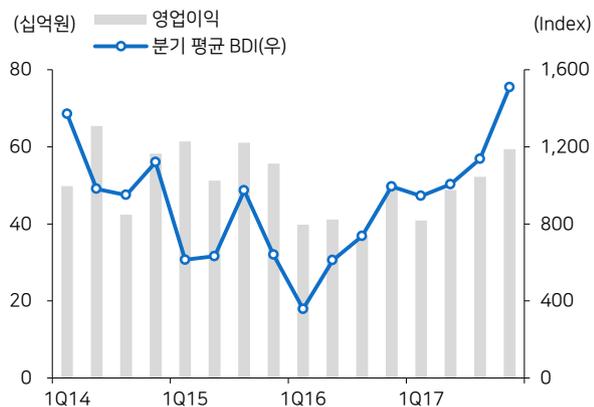
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**표2 팬오션의 수익 추정 변경**

(십억원, %)	변경 전		변경 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	2,366	2,788	2,369	2,733	0.1	-2.0
영업이익	199	224	199	238	-0.1	6.1
세전이익	148	170	147	188	-0.4	10.6
지배주주순이익	143	165	143	182	-0.3	10.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 팬오션의 영업이익과 분기 평균 BDI 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 벌크선 중고선가지수 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 팬오션의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
<b>주요가정</b>												
평균 환율(원/달러)	1,201	1,163	1,120	1,158	1,153	1,130	1,132	1,104	1,131	1,161	1,131	1,054
BDI(pt)	358	612	736	994	945	1,006	1,137	1,509	715	675	1,149	1,386
Bunker Cost(달러/톤)	189	242	270	329	357	325	338	385	321	257	351	439
<b>매출액</b>	<b>453</b>	<b>443</b>	<b>466</b>	<b>513</b>	<b>523</b>	<b>633</b>	<b>584</b>	<b>630</b>	<b>1,819</b>	<b>1,874</b>	<b>2,369</b>	<b>2,733</b>
(% YoY)	13.2	6.5	-5.3	0.1	15.6	42.8	25.3	22.8	10.6	3.0	26.4	15.4
<b>사업부문별 매출액</b>												
벌크	378	302	325	380	406	439	447	498	1,577	1,386	1,789	2,162
컨테이너	45	50	40	39	41	48	49	43	108	174	181	176
탱커	48	37	42	33	37	35	32	33	207	160	138	127
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	31.0	13.7	-12.1	29.1	20.8
컨테이너	133.0	127.4	84.1	-13.2	-10.0	-3.6	24.4	10.3	2.9	60.9	4.2	-3.0
탱커	19.8	-16.5	-20.1	-53.4	-22.4	-4.5	-23.5	0.7	40.5	-22.8	-13.8	-7.6
기타해운	-77.8	-89.8	-68.0	-110.9	21.8	106.0	-29.0	-21.1	-62.0	70.2	2.0	-9.8
<b>영업이익</b>	<b>40</b>	<b>41</b>	<b>37</b>	<b>50</b>	<b>41</b>	<b>49</b>	<b>52</b>	<b>57</b>	<b>229</b>	<b>168</b>	<b>199</b>	<b>238</b>
(% YoY)	-35.3	-19.6	-39.7	-10.0	2.8	18.6	41.8	14.1	6.2	-26.8	18.6	19.4
영업이익률 (%)	8.8	9.3	7.9	9.8	7.8	7.7	8.9	9.1	12.6	9.0	8.4	8.7
<b>세전이익</b>	<b>76</b>	<b>25</b>	<b>27</b>	<b>-29</b>	<b>33</b>	<b>21</b>	<b>43</b>	<b>50</b>	<b>46</b>	<b>99</b>	<b>147</b>	<b>188</b>
(% YoY)	-32.6	흑전	-47.1	적전	-55.8	-15.8	56.9	흑전	-94.1	113.8	48.6	27.6
<b>당기순이익(지배)</b>	<b>76</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>-29</b>	<b>32</b>	<b>20</b>	<b>42</b>	<b>48</b>	<b>46</b>	<b>98</b>	<b>143</b>	<b>182</b>
(% YoY)	-32.6	흑전	-47.2	적전	-57.3	-15.3	54.8	흑전	-94.2	114.9	45.7	27.6
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: Bloomberg, Clarksons, 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

**2018년 연평균 BDI 1,386pt(+21.0% YoY) 전망: 공급 증가율 둔화에 주목**

2018년 연평균 BDI 1,386pt로  
전년 대비 21.0% 상승 전망

2018년 BDI(Baltic Dry Index)를 1,386pt(+21.0% YoY)로 예상한다. Clarksons에 따르면 2018년 물동량 증가율은 2.8%로 소폭 둔화되나, 선복량 증가율도 1.4%로 둔화되며 2017년보다 개선된 업황을 기대한다. 물동량 증가율은 기대를 상회, 선복량 증가율은 예상보다 둔화되어 Clarksons 전망 대비 낙관적인 상황을 예상한다.

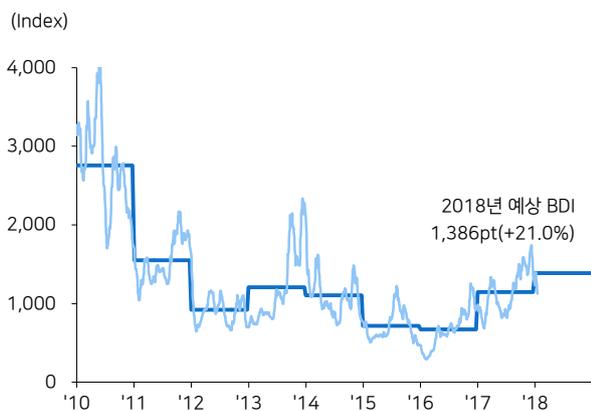
2018년 예상 인도량은 연초  
선복량 대비 3.0% 수준에 불과

2018년 예상 인도량은 2,480만DWT(연초 선복량 대비 3.0% 수준)로 전년 대비 35.0% 감소할 전망이다. 2016~2017년 평균 발주량은 2,332만DWT로 직전 2년 평균 발주량의 52.7% 수준으로 감소했다. 2017년 발주량이 3,268만DWT로 전년 대비 133.9% 증가했으나 역사적 저점 수준의 발주량을 기록했던 2016년의 기저효과로 공급 증가를 우려하기에는 절대적으로 낮은 수준이다.

Clarksons 보수적인 폐선량 전망  
: 환경규제 도입 2년전 폐선  
의사결정 가시화

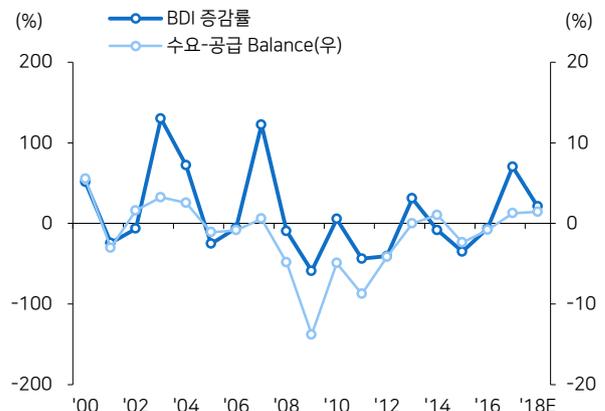
Clarksons는 2018년 폐선량을 연초 선복량의 1.7% 수준으로 2000년 이후 평균 폐선율인 2.2%에 비해 보수적인 전망을 제시하고 있다. 수익가치와 자산가치가 상승하는 시기에는 해체량 감소가 일반적이기 때문이다. 변수는 환경규제 도입에 따른 노후선박의 조기 폐선 여부이다. 환경규제 도입으로 15년 선령의 BEP 운임이 35.6~42.9% 증가를 예상, 노후선의 조기 폐선으로 폐선량이 증가할 개연성이 높다. 2017년 말 컨테이너 부문의 세계 1~3위 업체인 Maersk, MSC, CMA CGM은 환경규제에 대한 대응 방안을 발표했다. 2018년 상반기부터 환경규제 대응을 위한 해운업계 전반의 의사결정 역시 가시화될 전망이다.

그림3 BDI(Baltic Dry Index) 추이 및 전망



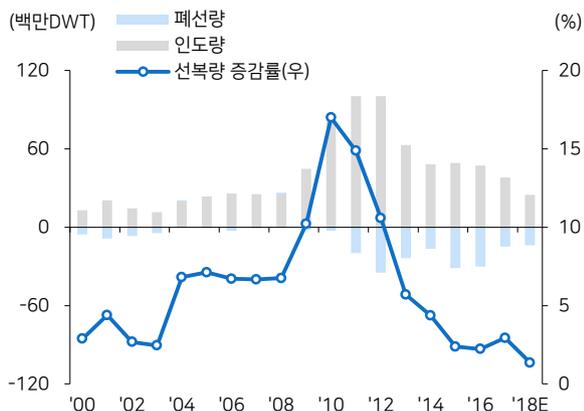
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 BDI와 벌크 수요-공급 Balance 추이 및 전망



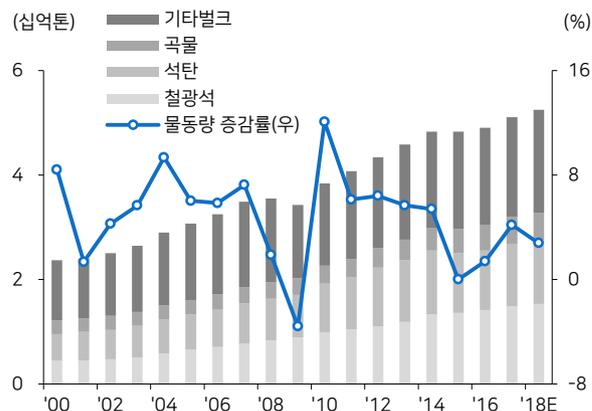
자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 벌크선 선복량 추이 및 전망



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 벌크화물 물동량 추이 및 전망



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 벌크 해운업의 운임 및 수요-공급 Balance 추정 (Clarksons 전망치 기준)

(Index, %, 백만DWT)	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17P	'18E
<b>BDI</b>	4,510	3,371	3,180	7,071	6,390	2,617	2,758	1,549	920	1,206	1,105	718	673	1,145	1,386
BDI 증가률	72.3	-25.3	-5.7	122.4	-9.6	-59.1	5.4	-43.8	-40.6	31.0	-8.3	-35.0	-6.3	70.1	21.0
<b>수요-공급 Balance(%)</b>	2.5	-1.1	-0.8	0.6	-4.8	-13.8	-4.9	-8.8	-4.2	-0.0	1.0	-2.4	-0.8	1.3	1.4
<b>평균 항차(회)</b>	8.63	8.38	8.51	8.78	8.99	8.90	8.83	8.88	8.47	7.41	7.10	6.56	6.31	6.31	6.37
<b>벌크화물 물동량</b>	2,898	3,073	3,253	3,489	3,555	3,428	3,843	4,078	4,340	4,586	4,834	4,835	4,903	5,109	5,251
물동량 증가율(% YoY)	9.4	6.0	5.9	7.3	1.9	-3.6	12.1	6.1	6.4	5.7	5.4	0.0	1.4	4.2	2.8
철광석	589	660	709	773	837	897	990	1,050	1,107	1,188	1,340	1,364	1,418	1,490	1,538
석탄	645	675	717	773	797	808	932	1,001	1,121	1,184	1,218	1,144	1,140	1,198	1,220
곡물	275	272	291	306	319	321	343	345	375	392	432	459	481	515	525
기타벌크	1,389	1,466	1,536	1,637	1,602	1,402	1,578	1,682	1,736	1,823	1,844	1,868	1,864	1,906	1,968
<b>벌크선 선복량</b>	322.4	345.4	368.5	393.1	419.7	462.5	541.2	621.7	687.5	726.7	758.5	776.5	793.9	817.2	828.3
선복량 증가율(% YoY)	6.8	7.1	6.7	6.7	6.7	10.2	17.0	14.9	10.6	5.7	4.4	2.4	2.2	2.9	1.4
인도량	19.7	23.5	25.9	25.3	25.1	44.8	81.3	100.3	100.4	62.9	48.2	49.3	47.2	38.2	24.8
폐선량	0.4	1.0	1.8	0.5	5.6	10.6	6.5	23.3	33.4	23.2	16.3	30.5	29.1	14.5	13.7
수주잔고	70.2	76.1	124.8	255.3	326.0	303.6	306.2	232.5	139.7	171.4	173.8	131.4	85.5	76.0	90.6
발주량	33.1	29.5	76.4	159.4	101.5	37.0	102.2	41.7	24.4	103.3	63.8	24.8	14.0	32.7	39.4

자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

신흥국 고정자산투자 +7.8%,  
투자 기반한 원자재 물동량 증가

Clarksons는 2018년 건화물 물동량 증가율을 2.8%로 제시하고 있다. 이는 IMF의 경제성장률 전망(3.7%)을 감안하면 탄성치 1.0배 이하의 보수적인 수치로 판단한다. 2018년 신흥국의 고정자산투자 증가율은 7.8%(+1.5%p YoY)로 예상, 고정자산투자에 기반한 원자재 수요 증가를 감안하면 물동량에 대한 눈높이를 높일 필요가 있다.

최근 운임 약세는 비수기와  
중국 정부의 규제가 원인

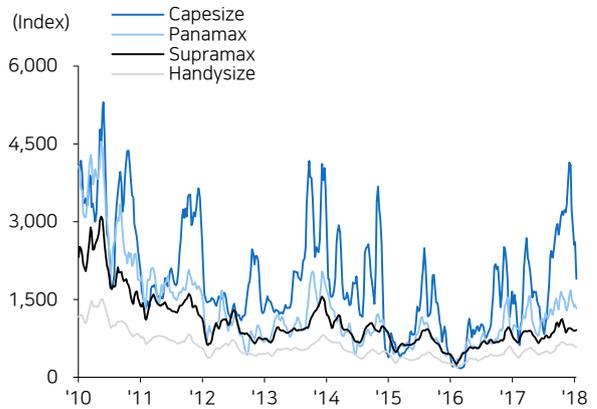
1월 19일 기준 BDI가 1,125pt까지 하락하며 계절적 비수기의 골이 깊어지면서 운임 약세에 대한 우려가 존재한다. 최근 BDI 하락은 Capesize의 운임 지표인 BCI가 1,493pt까지 하락하며 운임 약세를 견인했다. 이는 11월부터 시작된 중국 정부의 조강 생산량 규제에 따른 철광석 수입량 둔화로 판단한다. 실제로 12월 중국의 철광석 수입량은 전년 대비 5.4% 감소했다. 다만, 12월 기준 중국 열연강판의 Roll Margin은 1년 전 대비 약 33.7% 상승해 조강 생산량을 늘릴 경제적 유인은 충분하다. 춘절 이후 재고 확충과 규제 종료 이후 가동률 상승을 감안하면 깊어진 골만큼 빠르게 운임 회복이 확인될 수 있다.

그림7 신흥국 고정자산투자자와 벌크화물 물동량 추이 및 전망



자료: IMF, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 벌크선 선형별 운임지수 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

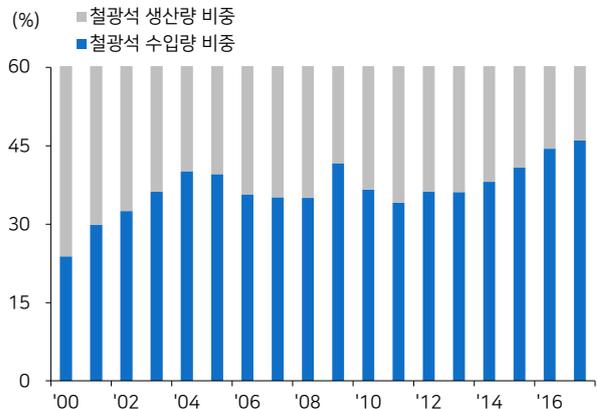
그림9 중국의 조강 생산량 추이



주: 2017년은 11월 누적 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 중국의 수입산 철광석 의존도 추이



주: 2017년은 11월 누적 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

### 과거 Valuation 과 Peer Valuation 을 뛰어 넘을 수 있는 3가지 이유

적정주가는 2018년 예상 BPS 기준 PBR 1.4배

투자 의견 Buy와 적정주가 7,500원을 유지한다. 적정주가는 2018년 예상 BPS 5,363원에 PBR 1.4배를 적용했다. 적정 PBR은  $(ROE-g)/(COE-g)$ 인 1.2배에 20% 할증을 적용했다. 법정관리 탈피 이후 Multiple 고점이 1.3배였던 점과 주요 벌크 해운사들의 평균 PBR이 0.9배인 점이 여전히 Valuation 부담 요인으로 작용하고 있다.

Premium의 3가지 이유

- 1) 2019년까지 시황 개선 국면
- 2) 업종 내 최고 수준의 수익성
- 3) Leverage 확대 가능성

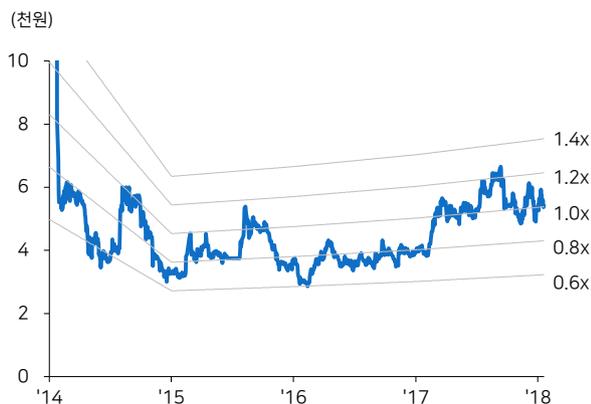
2년 연속 시황 개선 국면으로 2018년 중 대규모 벌크선 발주 회복이 없다면 2019년까지도 공급 조절 효과는 지속된다. 업종 내 최고 수준의 수익성(2018년 예상 ROE 팬오션 6.6%, Peer Group 평균 4.1%)을 보유하고 있는 점은 Peer Group 대비 할증 요인이다. 3분기 말 기준 부채비율은 66.2% 수준으로 중고선박 매입 등 Leverage 확대를 통해 장기 ROE 개선이 가능하다는 점도 주목할 필요가 있다.

표5 Global Peer Group Valuation

회사명	시가총액 (십억달러)	PER(배)		EV/EBITDA(배)		PBR(배)		ROE(%)	
		2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
팬오션	2,710.8	19.8	15.9	10.4	9.2	1.0	1.0	5.5	6.6
Golden Ocean	1,248.2	N/A	19.4	125.2	71.8	0.8	0.8	-0.4	5.3
Pacific Basin	988.7	N/A	15.9	134.1	61.6	0.8	0.8	0.4	5.9
D/S Norden	876.6	77.8	13.5	64.7	64.9	1.0	1.0	1.6	6.0
Star Bulk	737.1	N/A	23.2	111.7	46.6	0.7	0.7	-2.0	6.2
Scorpio Bulkers	606.7	N/A	N/A	41.0	-6.6	0.7	0.7	-4.3	2.1
Precious Shipping	523.8	N/A	54.3	64.5	9.5	1.2	1.2	-0.1	2.1

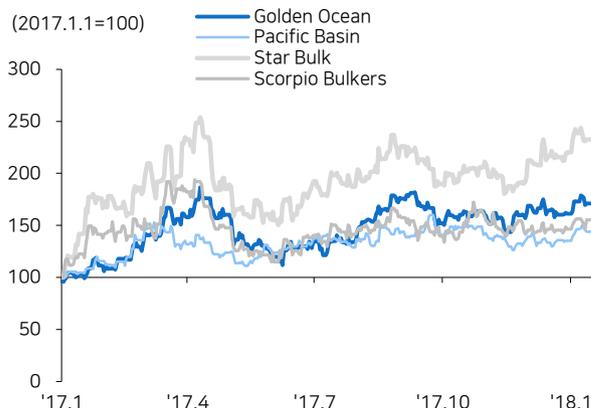
주: 벌크 해운 Peer Group은 2016년 기준 벌크 해운업 부문의 매출액 비중이 70% 이상인 해운사로 선정  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 팬오션의 12개월 선행 PBR Band



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 벌크 해운업 Peer Group 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

팬오션 (028670)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,819.3</b>	<b>1,874.0</b>	<b>2,368.8</b>	<b>2,732.7</b>	<b>3,063.2</b>
매출액증가율 (%)	10.6	3.0	26.4	15.4	12.1
매출원가	1,531.7	1,650.4	2,105.6	2,420.9	2,676.6
매출총이익	287.6	223.6	263.2	311.7	386.6
판매관리비	58.2	55.7	64.1	73.9	82.8
<b>영업이익</b>	<b>229.4</b>	<b>167.9</b>	<b>199.1</b>	<b>237.8</b>	<b>303.8</b>
영업이익률	12.6	9.0	8.4	8.7	9.9
금융손익	-73.2	-44.7	-45.1	-43.5	-39.1
중속/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	147.4	188.0	258.7
법인세비용	0.8	2.1	5.9	7.5	10.4
<b>당기순이익</b>	<b>45.6</b>	<b>97.1</b>	<b>141.5</b>	<b>180.5</b>	<b>248.4</b>
지배주주지분 손이익	45.5	97.9	142.6	181.9	250.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>305.3</b>	<b>251.0</b>	<b>297.1</b>	<b>338.2</b>	<b>405.8</b>
당기순이익(손실)	45.6	97.1	141.5	180.5	248.4
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	-17.0	-12.5	-11.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-39.2</b>	<b>-92.4</b>	<b>-147.6</b>	<b>-155.3</b>	<b>-188.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-54.7	-99.4	-138.0	-151.1	-187.2
투자자산의감소(증가)	8.2	-18.9	-10.1	-7.4	-6.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-417.1</b>	<b>-198.0</b>	<b>-122.8</b>	<b>-132.6</b>	<b>-127.2</b>
차입금의 증감	-1,020.3	-1.2	-124.6	-132.6	-127.2
자본의 증가	894.4	37.1	1.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-122.5	-33.1	26.7	50.2	90.1
기초현금	400.7	278.2	245.1	271.8	322.0
기말현금	278.2	245.1	271.8	322.0	412.1

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>626.2</b>	<b>573.3</b>	<b>686.7</b>	<b>800.7</b>	<b>948.6</b>
현금및현금성자산	278.2	245.1	271.8	322.0	412.1
매출채권	115.1	93.2	117.8	135.9	152.4
재고자산	40.0	47.8	60.4	69.7	78.1
<b>비유동자산</b>	<b>3,688.1</b>	<b>3,757.3</b>	<b>3,727.0</b>	<b>3,708.2</b>	<b>3,724.3</b>
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	50.5	58.3	65.3
<b>자산총계</b>	<b>4,314.3</b>	<b>4,330.7</b>	<b>4,413.7</b>	<b>4,508.8</b>	<b>4,673.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>499.1</b>	<b>523.9</b>	<b>603.7</b>	<b>611.5</b>	<b>621.3</b>
매입채무	85.1	81.4	102.9	118.7	133.1
단기차입금	5.2	2.1	52.1	36.4	25.5
유동성장기부채	267.9	323.4	300.8	285.7	271.4
<b>비유동부채</b>	<b>1,383.8</b>	<b>1,240.9</b>	<b>1,100.9</b>	<b>1,007.7</b>	<b>913.7</b>
사채	40.0	45.3	18.1	9.1	5.4
장기차입금	46.5	98.3	83.5	71.0	60.4
<b>부채총계</b>	<b>1,882.9</b>	<b>1,764.8</b>	<b>1,704.6</b>	<b>1,619.3</b>	<b>1,535.1</b>
<b>자본금</b>	<b>524.4</b>	<b>534.4</b>	<b>534.5</b>	<b>534.5</b>	<b>534.5</b>
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	-67.2	114.8	365.1
비지배주주지분	25.3	25.2	24.0	22.6	20.5
<b>자본총계</b>	<b>2,431.4</b>	<b>2,565.9</b>	<b>2,709.1</b>	<b>2,889.6</b>	<b>3,137.9</b>

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	4,978	3,522	4,432	5,112	5,731
EPS(지배주주)	125	184	267	340	468
CFPS	1,098	623	694	765	889
EBITDAPS	1,073	633	707	777	901
BPS	4,534	4,754	5,023	5,364	5,832
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	29.6	21.7	19.8	15.9	11.6
PCR	3.4	6.4	7.6	7.1	6.1
PSR	0.7	1.1	1.2	1.1	0.9
PBR	0.8	0.8	1.0	1.0	0.9
EBITDA	392.3	336.9	378.1	415.4	481.8
EV/EBITDA	8.1	10.1	10.4	9.2	7.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	2.4	4.0	5.5	6.6	8.4
EBITDA 이익률	21.6	18.0	16.0	15.2	15.7
부채비율	77.4	68.8	62.9	56.0	48.9
금융비용부담률	4.2	2.4	2.2	1.8	1.6
이자보상배율(x)	3.0	3.8	3.9	4.7	6.3
매출채권회전율(x)	18.9	18.0	22.5	21.5	21.3
재고자산회전율(x)	36.7	42.7	43.8	42.0	41.4

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 1월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 1월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 1월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:최치현)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**팬오션 (028670) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시장: 1년

