



## Outperform(Downgrade)

목표주가: 6,400원

주가(02/08): 5,540원

시가총액: 2조 9,614억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (02/08)	2,407.62pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
	6,650원	4,090원
최고/최저가대비 등락률	-16.69%	35.45%
주가수익률	절대	상대
1M	-0.2%	4.2%
6M	-5.9%	-6.4%
1Y	37.3%	17.8%

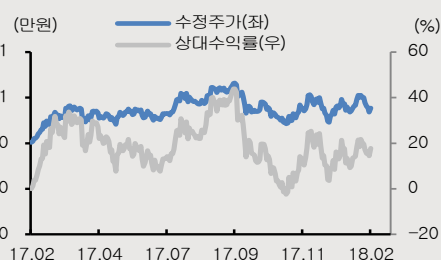
## Company Data

발행주식수	534,540천주
일평균 거래량(3M)	4,254천주
외국인 지분율	7.14%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	5,065원
주요 주주	제일홀딩스 외 30인
	58.81%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,740	23,363	26,035	29,394
보고영업이익	1,679	1,951	2,231	2,513
핵심영업이익	1,679	1,951	2,231	2,513
EBITDA	3,369	3,566	3,819	4,075
세전이익	991	1,430	1,771	2,046
순이익	971	1,413	1,734	2,004
지배주주지분순이익	979	1,429	1,756	2,029
EPS(원)	182	264	324	375
증감률(%YoY)	46.0	44.8	22.7	15.5
PER(배)	21.8	15.1	12.3	10.6
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	10.0	9.0	7.8	6.7
보고영업이익률(%)	9.0	8.3	8.6	8.5
핵심영업이익률(%)	9.0	8.3	8.6	8.5
ROE(%)	3.9	5.4	6.2	6.7
순부채비율(%)	48.9	41.3	30.2	20.2

## Price Trend



## 팬오션 (028670)

## 안정적 영업이익 창출 능력이 최대 강점



팬오션은 지난 4분기 531억원의 영업이익을 기록했습니다. BDI지수가 1,743까지 급등했던 것을 감안하면 아쉬운 실적으로 볼 수도 있지만 반대로 연초 지수 급락에도 수익성은 크게 훼손되지 않을 것으로 전망되는 등 운임 등락에도 안정적인 이익 창출 능력이 팬오션의 최대 장점으로 판단합니다. 18년에는 선박 공급 증가율보다 수요 증가율이 더 높은 만큼 운임 반등과 함께 이익 증가가 무난할 전망입니다.

## &gt;&gt;&gt; 4Q 영업이익 531억원, 시장 기대치 부합

지난 4Q 팬오션은 IFRS 연결 기준 매출액 5,970억원(YoY 기준 +16.5%)과 영업이익 531억원(+6.0%), 당기 순이익 475억원(흑자전환)을 기록했음. 화물 수송량은 전년 동기와 비슷한 수준을 유지한 가운데 4Q 평균 BDI지수가 1,509로 전년 동기 대비 51%나 상승한 영향으로 매출이 크게 증가했지만 영업이익은 지난 3분기부터 대선 영업을 확대시킨 효과와 성과급 지급, 기상 악화에 따른 보상 비용 등이 더해지며 지난 3분기와 비슷한 수준을 기록했음.

## &gt;&gt;&gt; 이익 안정성이 높다는 것이 팬오션의 투자 포인트

BDI지수는 지난 해 2월 685에서 12월 1,743까지 상승한 이후 최근에는 1,100도 하회하고 있음. BDI지수만 보면 상승폭과 하락폭 모두 크게 나타나고 있지만 실제 팬오션 분기별 이익은 크게 변하지 않고 있음. 팬오션은 17년 말 기준 204척의 선대를 운용하고 있지만 장기 운송 계약을 체결한 27척이 있고, 운임이 예상 수준을 크게 벗어나는 경우에는 화물 운송 계약보다 대선 계약을 체결하는 경우도 있기 때문임. 무엇보다 아직은 팬오션이 공격적인 선대 구성을 하는 것이 아니라 안정성을 기반으로 선대를 점진적으로 확대하고 있어 이익의 안정성이 높다는 것이 투자 메리트라고 판단함.

## &gt;&gt;&gt; 향후 선대 규모 변화 주목

팬오션의 운용선대를 보면 사선은 15년 말 79척에서 17년 말 81척으로, 용선은 114척에서 123척으로 크게 늘어나지 않고 있음. 해운사가 운임 상승을 예상하고 선대를 적극적으로 확장하면 매출과 이익이 크게 늘어날 수도 있지만 운임 전망이 틀리게 되면 손실이 발생할 수 밖에 없음. 팬오션이 발주한 11척 선박은 Fibria와 Vale 등과 15~27년 동안 화물 계약을 체결한 선박들로 아직은 운임 급등에 대비해 선박을 공격적으로 늘리는 상황은 아니라고 판단됨.

우리는 18년 선박 공급 증가율이 수요 증가율을 하회해 17년보다 선박 수급 밸런스가 추가로 개선될 것으로 기대하고 있지만 BDI지수는 지난 해 말 급등한 수준이 연중 평균으로 유지되기에는 아직은 불확실성이 많아 팬오션의 안정적 선대 확충 전략이 바람직하다고 판단함. 따라서 18년 이익 개선 규모 대비 최근의 주가 상승 폭이 높다는 점에서 투자이견은 'Outperform'으로 하향하지만 팬오션 선대 규모의 큰 변화가 나타나기 전까지는 목표주가 '6,400원'을 유지함.

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,193	18,740	23,363	26,035	29,394
매출원가	15,317	16,504	20,721	22,963	25,925
매출총이익	2,876	2,236	2,642	3,073	3,469
판매비및일반관리비	582	557	691	842	956
영업이익(보고)	2,294	1,679	1,951	2,231	2,513
영업이익(핵심)	2,294	1,679	1,951	2,231	2,513
영업외손익	-518	-688	-520	-460	-466
이자수익	47	28	0	0	0
배당금수익	11	4	0	0	0
외환이익	523	142	15	0	0
이자비용	762	441	106	407	407
외환손실	436	173	8	0	0
관계기업지분손익	-3	4	2	0	0
투자및기타자산처분손익	19	-43	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	57	998	573	0	0
기타	26	-1,206	-994	-52	-59
법인세차감전이익	1,776	991	1,430	1,771	2,046
법인세비용	8	20	17	37	43
유효법인세율 (%)	0.5%	2.1%	1.2%	2.1%	2.1%
당기순이익	455	971	1,413	1,734	2,004
지배주주지분순이익(억원)	455	979	1,429	1,756	2,029
EBITDA	3,923	3,369	3,566	3,819	4,075
현금순이익(Cash Earnings)	2,085	2,661	3,029	3,323	3,566
수정당기순이익	379	36	979	1,734	2,004
증감율(% YoY)					
매출액	10.6	3.0	24.7	11.4	12.9
영업이익(보고)	6.2	-26.8	16.2	14.4	12.6
영업이익(핵심)	6.2	-26.8	16.2	14.4	12.6
EBITDA	4.6	-14.1	5.9	7.1	6.7
지배주주지분 당기순이익	-94.2	114.9	46.0	22.8	15.5
EPS	-97.9	46.0	44.8	22.7	15.5
수정순이익	-95.0	-90.4	2,591.2	77.0	15.5

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	6,262	5,733	8,184	10,780	13,706
현금및현금성자산	2,782	2,451	3,780	6,234	8,663
유동금융자산	146	203	253	281	318
매출채권및유동채권	2,898	2,596	3,245	3,254	3,585
재고자산	400	478	899	1,001	1,131
기타유동비금융자산	35	6	8	9	10
비유동자산	36,881	37,573	37,122	36,623	36,175
장기매출채권및기타비유동채권	146	235	293	326	368
투자자산	207	399	499	553	621
유형자산	36,404	36,780	36,165	35,576	35,013
무형자산	85	103	96	90	85
기타비유동자산	39	56	70	78	88
자산총계	43,143	43,306	45,306	47,404	49,881
유동부채	4,990	5,239	5,729	6,012	6,367
매입채무및기타유동채무	2,214	1,965	2,449	2,730	3,082
단기차입금	52	21	21	21	21
유동성장기차입금	2,679	3,234	3,234	3,234	3,234
기타유동부채	46	20	25	27	31
비유동부채	13,838	12,409	12,505	12,585	12,704
장기매입채무및비유동채무	1	1	1	1	2
사채및장기차입금	12,468	11,949	11,949	11,949	11,949
기타비유동부채	1,369	459	555	636	754
부채총계	18,828	17,648	18,234	18,597	19,071
자본금	5,244	5,344	5,345	5,345	5,345
주식발행초과금	6,877	7,148	7,148	7,148	7,148
이익잉여금	-3,082	-2,098	-668	1,088	3,116
기타자본	15,022	15,012	15,012	15,012	15,012
지배주주지분자본총계	24,062	25,407	26,838	28,594	30,622
비지배주주지분자본총계	253	252	235	213	188
자본총계	24,314	25,659	27,073	28,807	30,810
순차입금	12,271	12,550	11,170	8,687	6,222
총차입금	15,199	15,203	15,203	15,203	15,203

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,053	2,510	2,386	3,459	3,419
당기순이익	455	971	1,413	1,734	2,004
감가상각비	1,627	1,683	1,609	1,583	1,557
무형자산상각비	2	7	6	6	6
외환손익	-13	18	-6	0	0
자산처분손익	27	122	1	0	0
지분법손익	3	-4	-2	0	0
영업활동자산부채 증감	-296	-311	-640	136	-147
기타	1,246	23	4	0	0
투자활동현금흐름	-392	-924	-1,153	-1,085	-1,108
투자자산의 처분	39	-207	-144	-83	-104
유형자산의 처분	1	239	0	0	0
유형자산의 취득	-547	-994	-994	-994	-994
무형자산의 처분	-5	-23	0	0	0
기타	120	61	-15	-8	-10
재무활동현금흐름	-4,171	-1,979	96	80	118
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-3,448	-1,979	0	0	0
자본의 증가	7,943	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-8,666	0	96	80	118
현금및현금성자산의순증가	-1,225	-331	1,329	2,454	2,429
기초현금및현금성자산	4,007	2,782	2,451	3,780	6,234
기말현금및현금성자산	2,782	2,451	3,780	6,234	8,663
Gross Cash Flow	3,349	2,820	3,025	3,323	3,566
Op Free Cash Flow	3,064	2,007	1,461	2,422	2,326

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	125	182	264	324	375
BPS	4,636	4,801	5,065	5,389	5,764
주당EBITDA	1,076	633	667	714	762
CFPS	572	500	567	622	667
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	29.5	21.8	15.1	12.3	10.6
PBR	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.1	10.0	9.0	7.8	6.7
PCFR	6.5	8.0	7.0	6.4	6.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.6	9.0	8.3	8.6	8.5
영업이익률(핵심)	12.6	9.0	8.3	8.6	8.5
EBITDA margin	21.6	18.0	15.3	14.7	13.9
순이익률	2.5	5.2	6.0	6.7	6.8
자기자본이익률(ROE)	2.4	3.9	5.4	6.2	6.7
투자자본이익률(ROIC)	6.4	4.3	3.9	4.5	5.1
안정성(%)					
부채비율	77.4	68.8	67.4	64.6	61.9
순차입금비율	50.5	48.9	41.3	30.2	20.2
이자보상배율(배)	3.0	3.8	18.3	5.5	6.2
활동성(배)					
매출채권회전율	7.0	6.8	8.0	8.0	8.6
재고자산회전율	36.7	42.7	33.9	27.4	27.6
매입채무회전율	7.5	9.0	10.6	10.1	10.1

## Compliance Notice

- 당사는 2월 8일 현재 '팬오션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
팬오션	2017/11/20	Buy(Initiate)	6,400원	6개월	-12.57	-4.22
(028670)	2018/02/09	Outperform(Downgrade)	6,400원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상

## 투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%